

**L'intensification des actifs fixes des grandes
sociétés de négoce de matières premières
comporte-t-elle des risques considérables pour
l'économie mondiale et pour elles-mêmes ?**

Travail de Bachelor réalisé en vue de l'obtention du Bachelor HES

par :

Sébastien PECORINI

Conseiller au travail de Bachelor :

Robert PILLER, Chargé de cours HES

Genève, 14 août 2015

Haute École de Gestion de Genève (HEG-GE)

Filière Economie d'entreprise

Déclaration

Ce travail de Bachelor est réalisé dans le cadre de l'examen final de la Haute école de gestion de Genève, en vue de l'obtention du titre de Bachelor of Science en économie d'entreprise.

L'étudiant a envoyé ce document par email à l'adresse d'analyse remise par son conseiller au travail de Bachelor pour révision par le logiciel de détection de plagiat URKUND (<http://www.orkund.com/fr/student/392-orkund-faq>).

L'étudiant accepte, le cas échéant, la clause de confidentialité. L'utilisation des conclusions et recommandations formulées dans le travail de Bachelor, sans préjuger de leur valeur, n'engage ni la responsabilité de l'auteur, ni celle du conseiller au travail de Bachelor, du juré et de la HEG.

« J'atteste avoir réalisé seul le présent travail, sans avoir utilisé des sources autres que celles citées dans la bibliographie. »

Fait à Genève, le 14.08.2015

Sébastien PECORINI

Remerciements

Je souhaite remercier Robert Piller, mon conseiller au travail de Bachelor avec qui j'ai eu énormes plaisirs à discuter de sujets qui entourent ce travail de recherches et d'analyses. M. Piller a été d'une très grande aide et a su m'inspirer de par ses récits passionnés sur les aléas du négoce de matières premières. Bob, you have been an excellent mentor and I thank you for your precious help. I certainly hope we remain in contact in the future.

J'aimerais aussi remercier Travis Randolph pour m'avoir accordé un peu de son temps précieux et de m'avoir éclairé sur mon sujet de Travail de Bachelor.

Je souhaite également remercier ma famille pour leur soutien infailible non seulement lors de l'écriture du rapport, mais aussi lors de ces 4 années passées à la HEG. Vous êtes géniaux, merci d'avoir cru en moi si fort. J'aimerais aussi remercier Julie d'avoir été là pour m'encourager dans les moments de doutes. Tu as été mon moteur ces derniers jours, merci.

Finalement, je remercie aussi mes collègues de classe qui ont fait de ce sujet un terrain de jeux et qui ont su aussi remettre en question certains aspects du monde du négoce de matières premières.

Résumé

Les grandes sociétés de négoce de matières premières jouent un rôle essentiel dans le lissage des disparités des commodités entre les régions du monde.

Récemment, certaines de ces sociétés ont décidé d'étendre leur champ d'action sur la chaîne logistique. Tout particulièrement en investissant dans des actifs fixes afin d'obtenir un niveau d'optionnalité supérieur. L'augmentation de ce niveau d'optionnalité et de contrôle sur la chaîne logistique n'est pas sans risque.

En effet, les risques opérationnels sont très largement accentués lorsqu'un négociant possède ses propres infrastructures. En admettant que la profitabilité soit liée au niveau de risque, il est possible d'affirmer qu'il est bénéfique pour une société de négoce d'investir dans des actifs physiques et procéder à des activités industrielles au sein de la chaîne logistique traditionnelle d'un négociant.

Afin d'être profitable dans une stratégie d'intensification des actifs fixes, il est nécessaire de mettre en place des programmes d'excellence des opérations ainsi que de posséder des gestionnaires compétents.

Depuis l'envolée des prix des matières premières en 2008. La comparaison entre les banques et les grandes sociétés de négoce de matières premières est plus fréquente. Les sociétés de négoce sont confrontées aujourd'hui au public ainsi qu'aux régulateurs des marchés financiers.

La question d'un éventuel risque systémique est à présent ouvert au débat. Craig Pirrong a effectué une première approche du sujet. Et sa réponse est négative quant au risque systémique des sociétés de négoce de matières premières.

L'activité d'une banque et d'une société de négoce est fondamentalement différente.

La comparaison entre les grandes banques et la plus grande société de négoce de matières premières concernant les montants astronomiques des bilans, ainsi que l'effet de levier sur les actifs fixes, démontre qu'il est possible d'affirmer que les sociétés de négoce sont loin d'être d'importance systémique pour l'économie mondiale.

Certes, la faillite d'un acteur majeur du négoce pourrait provoquer des perturbations géo localisées et temporaires dans des régions souffrant d'un manque de substituabilités des matières premières et d'acteurs du négoce, mais en aucun cas cette faillite pourrait engendrer un effondrement du système financier tel qu'on le connaît actuellement.

Table des matières

Déclaration.....	i
Remerciements.....	ii
Résumé	iii
Table des matières	iv
Liste des tableaux	v
Liste des figures.....	v
1. Introduction.....	1
2. Contexte de négoce de matières premières	2
2.1 Historique du négoce de matières premières.....	2
2.2 Rôles des négociants en matières premières, l'évolution	3
2.2.1 Historique	3
2.2.2 Rôle actuel d'un négociant.....	3
2.3 Sociétés titanesques de négoce de matières premières indépendantes	10
2.4 Tendances actuelles du secteur des matières premières	12
3. Investissement dans des actifs fixes par les sociétés de négoce de matières premières	16
3.1 Rôle des actifs fixes	16
3.2 Stratégies des actifs fixes.....	17
3.3 Intégration verticale des processus	21
3.3.1 Définition de l'intégration verticale	21
3.3.2 Exemple d'intégration verticale	21
3.3.3 Effets liés à l'intensification d'actifs fixes.....	23
3.4 Financement des investissements d'actifs fixes.....	24
3.5 Risques liés aux investissements d'actifs fixes.....	25
4. Origine des présomptions du risque systémique pour les sociétés de négoce.....	28
4.1 Critères du risque systémique pour les sociétés de négoce	29
4.1.1 Définition du risque systémique	29
4.2 Différences entre les banques et les sociétés de négoce	29
4.3 Impacts sur l'économie d'une faillite d'une société de négoce	31
5. Synthèse et recommandations	35
6. Conclusion	36
Bibliographie	37
Annexe 1 : The top 10 trading houses.....	41

Liste des tableaux

Tableau 1 : Glencore metals & minerals activities.....	27
Tableau 2 : Montants des actifs fixes et des capitaux propres en 2013.....	30
Tableau 3 : Effet de levier des actifs fixes divisés par les fonds propres	30
Tableau 4 : Montants des prêts des banques et sociétés de négoce	31

Liste des figures

Figure 1 : Couverture à l'aide d'un future contract.....	4
Figure 2 : Disparités production et consommation par région.....	7
Figure 3 : Chaîne logistique classique du pétrole brut.....	8
Figure 4 : Maîtrise de l'optionnalité.....	10
Figure 5 : Nouvelles structures de marché.....	13
Figure 6 : Cargill, augmentation des actifs fixes sur 5 ans	18
Figure 7 : Comparaison entre Cargill et Bunge, 2013.....	19
Figure 8 : Comparaison entre Vitol et Trafigura, 2013.....	20
Figure 9 : Exemple d'intégrations verticales	22
Figure 10 : Importances des actifs et rentabilité	23
Figure 11 : Augmentation du prix d'un cargo de pétrole Brent.....	28
Figure 12 : Corrélation entre le prix du pétrole brut et le prix du bunker fuel	32
Figure 13 : Courbes des prix du bunker world index et du brent future price	33
Figure 14 : Courbe du Baltic Dry Index	34

1. Introduction

Traditionnellement, les négociants de matières premières travaillaient uniquement sur des activités de pur négoce. Ils étaient profitables sans posséder d'actifs fixes et se reposaient uniquement sur des opportunités d'arbitrage à travers les échanges.

Or, depuis quelques années, les grandes sociétés de négoce de matières premières indépendantes intensifient leurs investissements d'actifs fixes afin de supporter leurs activités de négoce.

Ces sociétés possèdent des actifs fixes tout au long de la chaîne logistique comme, par exemple, des installations de production mais encore des points de distribution des matières premières transformées.

Ces investissements se font en réponse à une augmentation de la compétition entre les acteurs du négoce et des marges toujours plus petites dans un environnement de prix des matières premières très bas.

A travers les décisions d'investissement dans des actifs fixes, les stratégies changent et les risques de ces sociétés aussi. Pour certaines, l'adaptation de leur business-modèle est nécessaire. En plus d'une augmentation du risque pour ces sociétés de négoce de matières premières voilà que les médias et les régulateurs questionnent le fait d'un risque systémique créé par ces dernières.

L'objectif de ce travail de recherche est de comprendre les raisonnements d'une intensification des actifs et les conséquences que peut avoir ce phénomène sur les sociétés de négoce mais aussi pour l'économie mondiale.

La relation entre les grandes sociétés de négoce de matières premières et le risque systémique sur l'économie mondiale n'est pas encore un sujet académiquement très discuté. Pour ce projet de Bachelor, il a été nécessaire de se plonger dans les rapports annuels des grandes sociétés de négoce ainsi que dans les méandres du web.

Ce travail de Bachelor cherche à répondre à la problématique suivante :

« L'intensification des actifs fixes des grandes sociétés de négoce de matières premières comporte-t-elle des risques considérables pour l'économie mondiale et pour elles-mêmes ? »

2. Contexte de négoce de matières premières

2.1 Historique du négoce de matières premières

En 1500, avant J.-C, l'origine de la négociation de matières premières était l'échange de sel. Le sel pouvait être une commodité mais aussi un moyen de paiement entre les civilisations (Piller, Robert). Au fil de l'évolution économique et du développement de la mobilité populaire, l'homme inventa de nouveaux moyens de transport, et, en conséquence, de nouvelles commodités. Un exemple de ce phénomène serait l'importation de la soie de l'Asie à l'Europe (50 ans après J.C.) (Piller, Robert). Cette marchandise était particulièrement chère du fait du temps de fabrication, de transport mais encore des risques encourus tout au long du trajet (risque de pillage, de perte de la marchandise, etc.).

L'homme a aussi inventé le commerce triangulaire, qui dura 210 ans, de 1650 à 1860. Ce commerce consistait à échanger des esclaves entre l'Europe, l'Afrique et l'Amérique du Nord. A cette époque, il existait des modèles d'échange et de disposition des esclaves sur les navires ainsi qu'une régulation autour de ce commerce.

Par la suite, ce commerce triangulaire était utilisé pour l'échange de rhum mais aussi de sucre entre les continents.

Au temps de la Révolution industrielle au 19^{ème} siècle, les moyens et technologies de négoce disponibles ont permis de changer des processus artisanaux aux processus commerciaux et industriels. Cela a permis, par exemple, d'exploiter les minerais de façon industrielle, de passer du cheval au train mais aussi de construire des canaux permettant de contourner des continents entiers par voies maritimes (Piller, Robert).

Parmi les moyens et technologies disponibles à l'époque, la création de l'UE (Union Européenne) et la constitution des Etats-Unis avaient également pour but de faciliter les échanges entre les pays pour l'Europe et les Etats en Amérique du Nord.

Aujourd'hui, nous vivons dans un monde globalisé qui permet aux négociants de matières premières, grâce à la libéralisation des échanges, d'augmenter les échanges d'une vaste panoplie de commodités. Aussi, la globalisation facilite l'adaptation des acteurs au métier de négociant, qui subit un changement au niveau de ses activités.

2.2 Rôles des négociants en matières premières, l'évolution

2.2.1 Historique

Le rôle d'un négociant en matières premières était assez simple. Il s'agissait de lisser les déséquilibres entre les régions productrices et les régions consommatrices. Les pays avec des ressources abondantes de matières premières sont naturellement les pays producteurs du marché. En règle générale, ces pays sont les pays émergents du marché économique mondial. Les pays avec des ressources moindres sont les pays consommateurs. En règle générale, les pays consommateurs sont les pays développés.

A posteriori, le négociant achetait une matière première chez un producteur et la revendait à un consommateur avec une marge sur le prix d'achat, en profitant du jeu de l'offre et de la demande pour faire un bénéfice au change.

En d'autres termes, le négociant jouait principalement le rôle d'intermédiaire entre le vendeur et l'acheteur final et ne prenait pas part à l'entière et complexe chaîne logistique des matières premières, mit à part l'utilisation d'unités de stockage afin de bénéficier d'un arbitrage sur les fluctuations des prix des matières premières.

Ce schéma « classique » du négociant en matières premières est sur le point de changer (Gogniat, Valère et Besson, Sylvain).

A présent, et depuis quelques années déjà, les sociétés géantes de négoce investissent dans des actifs physiques de la chaîne logistique. Ils achètent et/ou construisent par exemple des actifs liés à l'extraction/production des matières premières, comme des mines de fer ou des puits de pétrole. Aussi, ils achètent et/ou construisent des unités de stockage ainsi que des moyens de transport de la marchandise (pipeline, etc.). Enfin, ils investissent aussi dans des moyens de transformation de la marchandise, comme, par exemple, des raffineries pour le pétrole et/ou des réseaux de distribution (par exemple, les stations essences).

2.2.2 Rôle actuel d'un négociant

1) Mitiger les risques

Les activités d'un négociant en matières premières comportent différentes sources de risques. Ces risques doivent être analysés et réfléchis afin d'éviter qu'ils ne résultent en conséquences irrécupérables. Il existe deux catégories de risques, les risques financiers et les risques opérationnels.

A) Les risques financiers

Risque de fluctuations de prix : pour les négociants en matières premières que possèdent légalement ces dernières (à ne pas confondre avec les négociants spéculateurs¹), se couvrir du risque de fluctuation de prix est indispensable. Il ne s'agit pas d'anticiper le prix dans un temps futur, mais de se protéger contre ces fluctuations.

En réalité, un négociant peut être profitable même dans le cas où le prix serait à la baisse. Pour se protéger contre les fluctuations de prix, il existe des produits financiers, appelés produits dérivés. Les produits dérivés sont en réalité des contrats futurs (« future contract ») pour une date de livraison déterminée à l'avance (Piller, Robert).

Le principe du « Future Contract » est de prendre une position opposée à celle que le négociant effectue physiquement avant la date fixée de livraison. Cette couverture, appelée plus communément « Hedging », a pour but de verrouiller la marge faite sur la transaction à 0 (Piller, Robert).

Pour ce faire, le marché des produits dérivés doit être corrélé à la marchandise physique, si la corrélation n'est pas absolue, la position prise par le trader est appelée « Basis Risk ». Le « Basis Risk » est le risque résiduel après une opération de « Hedging ». Ci-dessous, un exemple lié au « Future Contract ».

FIGURE 1 : COUVERTURE À L'AIDE D'UN FUTURE CONTRACT

Item	Physical price	Futures price	Results
Loading	Buy at \$1'000.-	Sell at \$990.-	-\$10.-
Discharge	Sell at \$ 900.-	Buy at \$890.-	+\$10.-
Total	Loss of \$ 100.-	Profit of \$100.-	+\$ 0.-

Source : (Samir, Zreikat)

Risque de contrepartie : le risque de contrepartie est un risque directement lié à la simple nature de la transaction entre acheteur et vendeur. La contrepartie représentée par l'acheteur ou le vendeur doit être considérée par le négociant afin d'éviter des conséquences importantes. La banque effectue également les vérifications nécessaires aux capacités de remboursement ou la capacité à produire une commodité dans les temps et au lieu de livraison stipulée dans les contrats de vente ou d'achat.

¹ Ils ne participent pas au négoce physique des matières premières

La méthode principale de mitigation de ce risque est d'utiliser des moyens de paiements dits « structurés ». Il existe, par exemple, la lettre de crédit délivrée par une banque afin de garantir un paiement. La banque fera en sorte de citer dans la lettre de crédit, la garantie sur le collatérale physique des commodités. En globalité, la banque assume les responsabilités liées au risque de contrepartie.

A préciser qu'incluses de cette méthode de mitigation se trouvent aussi trois risques principaux, le risque souverain, le risque du pays, et le risque de la banque émettrice.

- **Le risque souverain**, le risque qu'un gouvernement fasse défaut sur ses obligations de paiement, la Grèce est un excellent exemple.

- **Le risque du pays**, le risque que la situation politique et économique d'un pays rende une institution incapable de respecter les délais de paiement. Ce risque est mitigé par une lettre de crédit confirmée (une autre banque de confiance assure le risque de la banque émettrice).

- **Le risque de la banque émettrice**, le risque que la banque qui émet la lettre de crédit ne soit pas capable d'honorer son obligation de paiement (insolvabilité).

Risque de liquidité de marché : ce risque est principalement présent sur les marchés des produits dérivés (voir risque de fluctuation de prix). En effet, il est possible qu'il n'y ait pas assez de contrats sur le marché des « futures », ou tout simplement qu'il n'existe pas sur le marché.

Risque de liquidités : le risque de liquidité est présent lorsqu'une société de négoce ne possède pas suffisamment de fonds pour d'investir dans des échanges. Effectivement, afin d'investir et d'acheter des commodités, une société a besoin de fonds suffisants. Si l'on considère une société qui n'utilise que ses propres fonds, son chiffre d'affaires ne sera probablement pas suffisant pour couvrir ses activités. C'est pourquoi cette société utilise principalement « l'effet de levier » (à un niveau faible comparé aux grandes banques) pour financer ses transactions. Une banque fournit de l'argent à une société de négoce, celles-ci, les réutilise pour les investir dans une position, et ainsi de suite. Cela augmente considérablement son chiffre d'affaires et donc sa rentabilité.

B) Les risques opérationnels

Risques liés aux transports : le risque lié aux transports est un des risques principaux du négoce de matières premières, notamment parce que ces dernières, marchandises brutes, sont de nature transportable.

Les moyens de transport incluent les voies maritimes et les voies terrestres. De fait, chaque marchandise est transportée différemment suivant ses prescriptions. Par exemple, certaines flottes de navires amènent les produits catégorisés de « Dry Bulk » et d'autres, les produits de « Wet Bulk » (Piller, Robert). Par conséquent, les moyens de transport maritimes, par rail, camion ou encore par « pipeline² » sont tous aménagés et adaptés aux marchandises qu'ils transportent.

Parmi les nombreux risques associés aux transports, les plus courants sont le retard accumulé dans les ports et les phénomènes climatiques. Les mauvaises conditions, comme la pluie, sont redoutables pour les marchandises « Dry Bulk » comme les produits liés à l'agriculture (le blé, le maïs, etc.)

Les risques associés aux transports sont principalement gérés par les « Incoterms 2010 ». Ils permettent de définir quel acteur de la transaction assume le risque. Ce risque est transférable lors de la livraison, à des endroits bien définis dans les contrats de vente ou d'achat.

Afin de couvrir les risques liés aux transports, les négociants font appel à des assurances traditionnelles ou à des marchés d'assurances (exemple : « Lloyd's » est une corporation, un marché d'assurances). Ces institutions fournissent un moyen de mitiger ces risques.

Risques liés au stockage : le risque lié au stockage comprend la fraude et le vol. Afin de se couvrir, il est important de surveiller la marchandise, grâce, entre autres, à l'aide d'agents au sol. Il est également avantageux de maintenir un suivi sur l'état du stockage, un agent au sol peut reporter à l'entreprise qui l'emploie.

En Trade Finance (un secteur essentiel au négoce de matières premières), un banquier n'agira qu'avec l'accord de gestion des garanties CMA (Collateral Management Agreement) (Nourissian, Jean-Claude). Cela prouve l'importance de cette démarche dans le négoce.

Risques liés à la qualité et à la quantité : Un négociant, lorsqu'il souhaite faire une transaction, demande une quantité et une qualité prédéfinie. Celles-ci sont inscrites dans le contrat d'achat et de vente. Afin de vérifier que cela est respecté par les marchands, un corps de métier annexe dans le milieu des commodités se charge de contrôler les directives en matière de quantité et qualité.

² Canalisation servant aux transports de produit comme le pétrole, sur de longues distances.

Ce métier est ceux de la certification et de l'inspection. La société la plus connue dans ce domaine est SGS, avec plus de 80'000 employés dans le monde entier (SGS group management S.A). En travaillant avec telles sociétés, les négociants peuvent être persuadés que la marchandise est conforme au contrat d'achat et de vente. Cependant, l'exposition à la fraude et les cas d'inspections avec des tests d'analyses différents de ceux qui sont stipulé dans le contrat (Royal Courts of Justice) d'achat et de vente ne mettent pas à l'abri les négociants d'une faille dans le système.

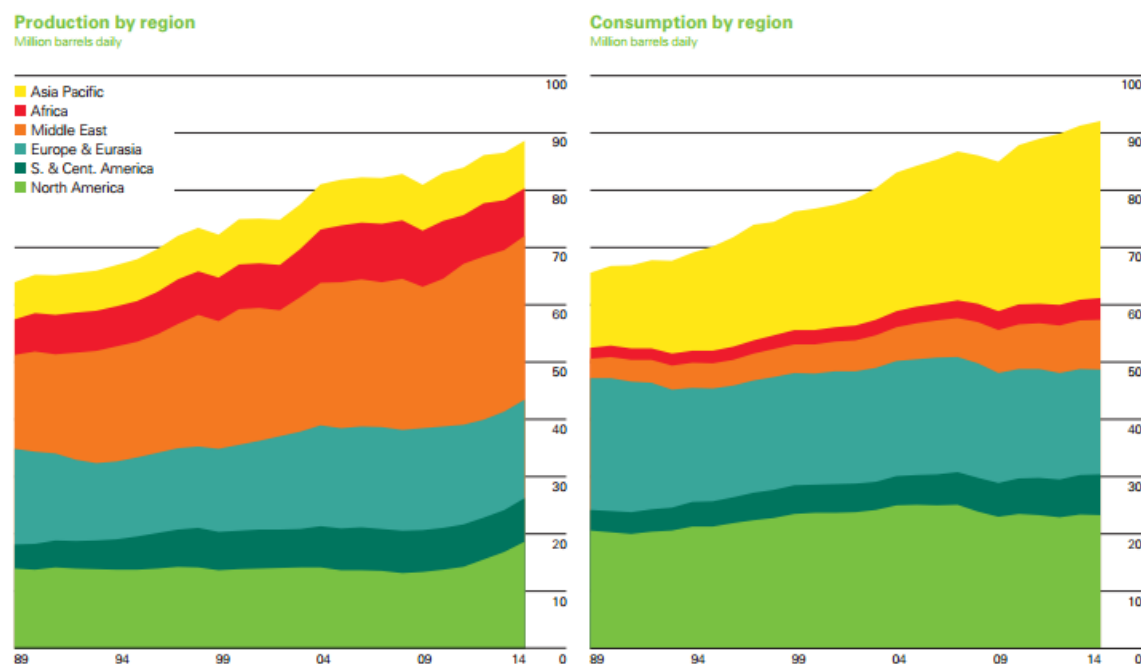
Les risques inscrits ci-dessus représentent les risques pour un négociant traditionnel, c'est-à-dire un négociant qui ne possède pas d'infrastructure d'ordre opérationnelle, mise à part des unités de stockage. Les risques liés aux actifs d'une société de négoce de matières premières seront exposés plus tard dans ce papier.

2) Lisser les disparités entre les régions

Un négociant en matières premières est un acteur important dans le domaine des commodités. Le fait est que les ressources du monde ne sont pas allouées équitablement entre les régions et pays (voir 2.2.1).

Si l'on prend l'exemple du pétrole, il est possible de voir qu'il y a une forte différence entre la production et la consommation (voir Figure 1).

FIGURE 2 : DISPARITÉS PRODUCTION ET CONSOMMATION PAR RÉGION



Source : BP statistical review 2015

Le plus grand pays consommateur de pétrole brut est les Etats-Unis avec 836.1 millions de tonnes en 2014, et seulement 519.9 millions de tonnes produites, notamment grâce au pétrole de schiste. Cette disparité représente l'importance du rôle majeur d'un négociant. Par ailleurs, sur cette figure, il est possible d'observer des divergences entre la consommation et la production. Le cas du Moyen-Orient est un exemple de ces disparités, car, récemment, l'organisation des pays exportateurs de pétrole a décidé de continuer d'inonder le marché de son brut peu cher à produire et a donc fait plonger le prix du pétrole brut (Gloystein, Henning)

En plus des différences de localisation des produits, il existe aussi des différences de qualité des produits. Certaines régions dans le monde consomment plus de produits pétroliers dits « lourds » et d'autres utilisent plus de produits pétroliers dits « légers », en lien avec leur teneur en soufre (Piller, Robert).

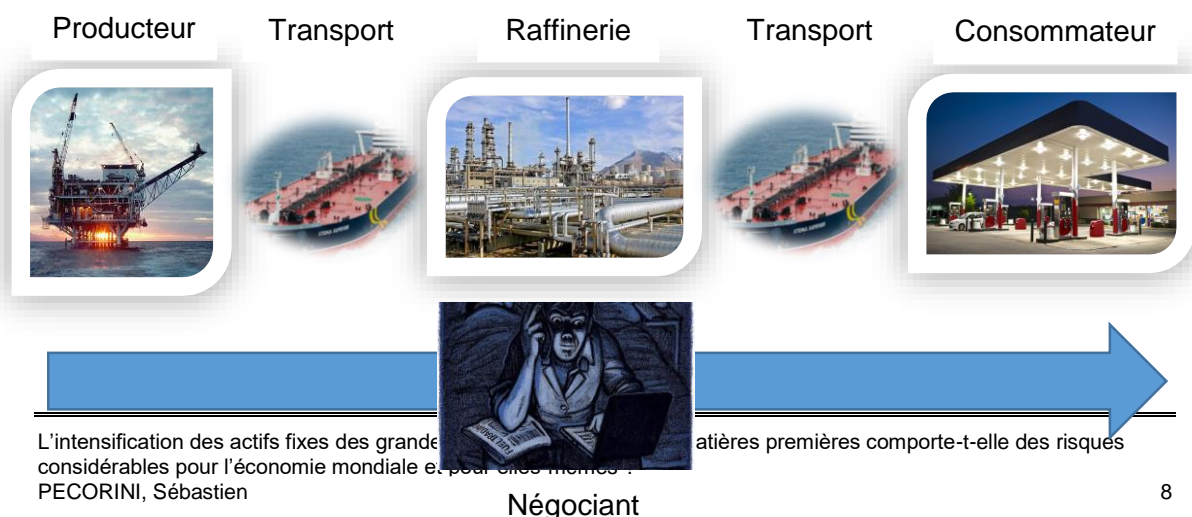
Ces disparités au niveau international permettent aux négociants de saisir l'opportunité d'utiliser leurs connaissances et expériences des marchés afin de les réduire, notamment en utilisant des arbitrages géographiques, qualitatifs, de temps et des opérations de transformation de la matière première (Jaeggi, Daniel).

3) Agir en tant que gestionnaire de la chaîne logistique

Un négociant est un véritable gestionnaire de la chaîne logistique. Une marchandise doit traverser plusieurs étapes de la chaîne logistique afin d'être acheminée jusqu'à l'utilisateur final.

Une chaîne logistique est plus au moins construite de la même manière dans toutes sociétés de négoce. Cependant, il existe des divergences en fonction de la catégorie de produits négociés (agriculture, énergie, métaux, etc.). Aussi, le type de stratégie adopté par rapport à l'intégration verticale des actifs, ainsi que l'aptitude du négociant à gérer différents secteurs de la chaîne influencent la chaîne logistique.

FIGURE 3 : CHAÎNE LOGISTIQUE CLASSIQUE DU PÉTROLE BRUT



Le schéma habituel et extrêmement simplifié consiste à produire la matière première, voire de la transformer (Exemple : pétrole brut en produits raffiné) et de la distribuer. Bien entendu, il y a, tout au long de la chaîne, des étapes de stockage, et l'utilisation de différents moyens de transport.

Un négociant ne travaille pas seul, il est le superviseur du déroulement des opérations. Il travaille avec les banques, les inspecteurs, les compagnies de transport, les assureurs, etc.

4) Maîtriser les optionalités

Lorsqu'un négociant déplace une marchandise du producteur au consommateur final, il utilise un réseau d'actifs logistique complexe ainsi que des contrats de vente garantis à court terme, et des contrats d'achat à long terme³.

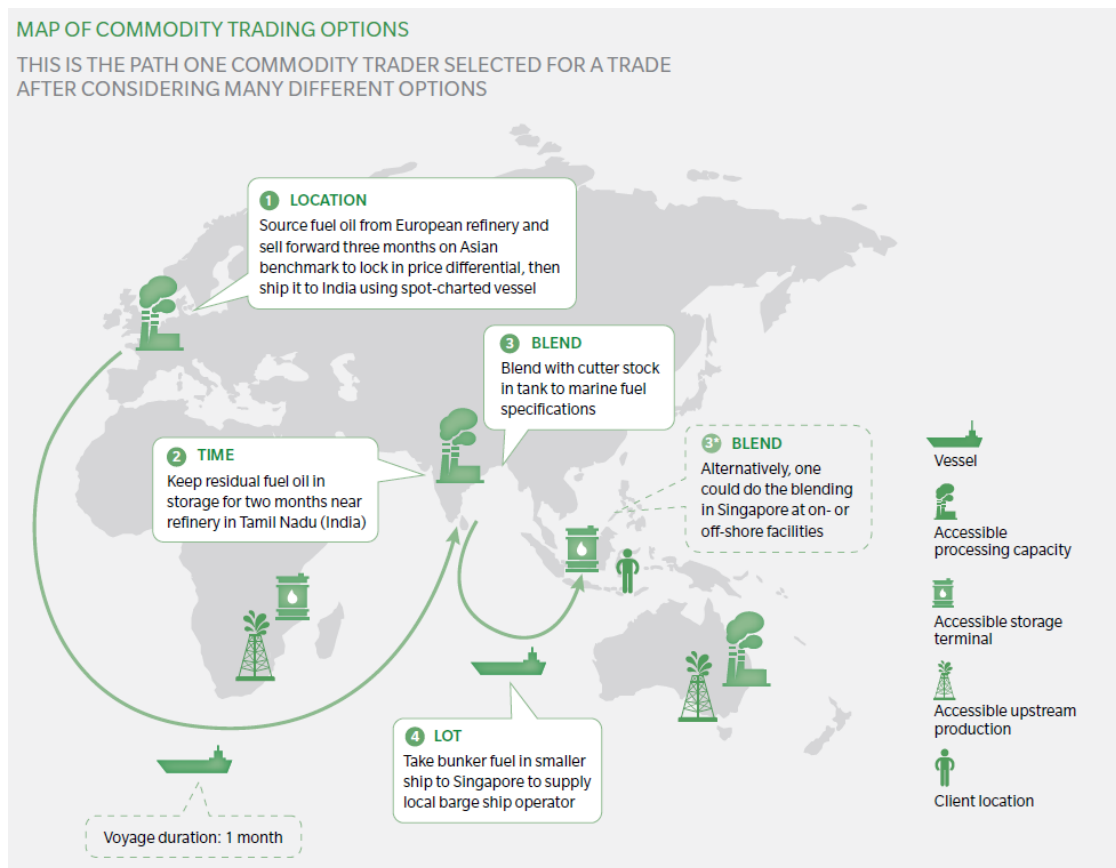
Pour générer un maximum de profit et de valeur ajoutée au client final, un négociant se doit d'optimiser les processus qui mènent à la livraison de la marchandise. Pour optimiser les processus, le négociant doit maîtriser les optionalités, soit un certain nombre de paramètres relié au temps, à la localisation, à la qualité, à la taille des cargaisons et à la quantité totale de produits vendus.

Une société de négoce qui possède un grand nombre d'actifs pourra bénéficier d'un index d'optionalités plus élevé qu'une société qui possède moins d'actifs. En effet, une société de pur négoce (soit sans possession d'actifs dans son bilan) va devoir utiliser les infrastructures logistiques d'autres compagnies. Ce fonctionnement comprend une charge supplémentaire, car il faut négocier les droits d'utilisation ainsi que développer des partenariats durables pour les échanges futurs.

Si l'on prend un exemple théorique, la maîtrise de l'optionnalité est résumée par un schéma comme celui ci-dessous.

³ Trafigura a « sécurisé » une source d'approvisionnement de pétrole à long terme avec le groupe Rosneft (Grynszpan, Emmanuel).

FIGURE 4 : MAITRISE DE L'OPTIONALITÉ



Source : Steven Meersman, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp

2.3 Sociétés titanesques de négoce de matières premières indépendantes

Qui sont ces sociétés de négoce de matières premières qui pèsent des milliards, mais dont personne ne connaît vraiment l'activité? (Voir annexe 1)

A) Vitol Group

La société Vitol a été fondée en 1966 à Rotterdam et possède son siège social à Genève, c'est le plus grand négociant indépendant d'énergie (Vitol).

Cette société négocie principalement du pétrole brut et des produits pétroliers raffinés, du gaz naturel, du charbon, mais aussi du fer et des produits agricoles. Ce n'est pas moins de 5 millions de barils échangés chaque jour en 2014 (Vitol)

Par le biais de différentes sociétés possédées par Vitol, celle-ci possède énormément de moyens d'explorations et de production, tels que raffineries, terminaux et infrastructures de stockage, et multiple moyens de distribution de ses produits.

B) Glencore plc

Glencore a été fondée en 1974 par Marc Rich. Son siège social se trouve dans le canton de Zoug en Suisse. Glencore a complété sa fusion avec le groupe Xstrata (multinationale suisse d'extraction minière) au mois de mai 2013. En fin d'année 2013, Glencore a rendu public son chiffre d'affaires de 235 milliards de dollars. Aujourd'hui, la société emploie 181'000 personnes à travers le monde (Glencore)

Glencore est le plus grand négociant de minerais et de métaux dans le monde (27% du chiffre d'affaires, 65 milliards de dollars en 2013). Cette société a la particularité d'avoir une chaîne logistique entièrement verticale dans cette catégorie de commodités.

Glencore est aussi très diversifié en matière de commodités. Par exemple, les produits énergétiques (60% du chiffre d'affaires, 139 milliards de dollars en 2013) comme le pétrole et le charbon, et les produits agricoles (12% du chiffre d'affaires, 30 milliards de dollars en 2013) (Glencore), comme les grains et huiles végétales font tous partis du portefeuille de commodités de cette société.

C) Cargill Inc

Cargill a été fondée par William Wallace Cargill en 1865 à la fin de la guerre civile américaine. Il a commencé ses activités en possédant un entrepôt de produits agricoles en Iowa. Cette compagnie a depuis grandi et est devenue une des plus grosses compagnies privées de négoce de produits agricoles et de nourriture. Elle emploie 143'000 personnes à travers le monde, est présente dans 67 pays, et possède 150 années d'expérience (Cargill).

En fin d'année 2013, le chiffre d'affaires de Cargill était de 136 milliards de dollars. En fin d'année 2014, il était de 134 milliards de dollars, soit 2 milliards de moins que l'année précédente (principalement dû à la chute du prix des grains)

D) Trafigura Beheer B.V.

Fondée en 1993, Trafigura fait partie des leaders des négociants indépendants en énergie. En seulement deux décennies, le groupe est passé de 0 à 133 milliards de dollars de chiffre d'affaires. Aujourd'hui, Trafigura emploie environ 5'326 employés en 2015

Trafigura a investi dans différents actifs afin d'améliorer les opérations de négoce, comme la participation à 48.79% du capital de Puma Energy (Trafigura).

Par le passé, la transparence n'était pas mise en avant par les sociétés de négoce. Ces sociétés n'ont que très peu divulgué les informations de leurs activités. En décembre 2013, Trafigura a décidé, malgré le fait qu'elle soit une société privée, de publier ses rapports annuels d'activités. Elle a, entre autres, été la seule société à soutenir l'initiative pour la transparence dans les industries extractives (ITIE) - programme de divulgation des paiements (Gogniat, Valère)

«Trafigura a grandi de manière significative ces dernières années. Nous avons dès lors de plus grandes responsabilités. Et il faut, comme l'industrie minière, répondre à ces pressions pour davantage de transparence...»

Jeremy Weir, CEO de Trafigura (Gogniat, Valère)

Trafigura est aussi l'avant-gardiste de la problématique au sujet des sociétés de négoce et le fait d'être potentiellement « too big to fail »⁴. Elle a, par ailleurs, financé des papiers effectués par Craig Pirrong, Professeur de finance à l'Université de Houston.

2.4 Tendances actuelles du secteur des matières premières

Les tendances actuelles du secteur des matières premières sont basées sur le document « The dawn of a new order in commodity trading – act 3 » crée par Alexander Franke, Ernst Frankl, Roland Rechtsteiner et Graham Sharp.

A) Maturité du marché des commodités

Traditionnellement, le négociant était la personne expertisée sur le marché; il pouvait profiter de l'asymétrie d'information et faire des marges plus importantes, en utilisant l'arbitrage.

Comme suite au développement technologique des télécommunications et à la maturation du marché des matières premières, le marché s'approche d'un schéma de concurrence parfaite pour les produits courants comme le pétrole brut ou le gaz naturel.

De ce fait, les marges des négociants ont diminué approximativement de 40%. Il est ainsi possible d'imaginer l'avenir légitime d'un négociant dans la chaîne de valeur.

B) Sortie des banques du négoce des matières premières

⁴ Une société importante dont la faillite pourrait avoir des répercussions sur l'économie mondiale

Pendant longtemps, les sociétés bancaires avaient des entités de négoce physique au sein même de la banque. Aujourd'hui, ce n'est plus le cas pour deux raisons, le Dodd-Frank Act et la décision de Bâle 3

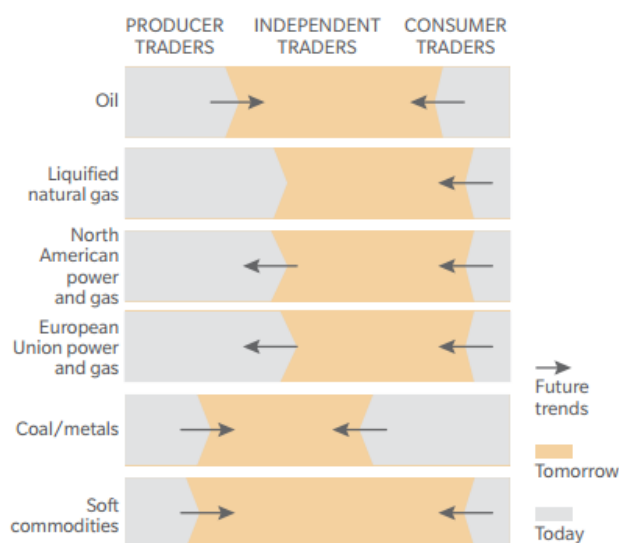
En 2010, le Dodd-Frank Act a été voté et accepté aux Etats-Unis (cette loi avait été mise en place afin d'éviter de retomber dans une récession comme lors de la crise des « subprimes »). Les objectifs étaient : de rendre le système financier plus transparent et plus responsable de prévenir contre les sociétés qui pouvait devenir « too big to fail », d'empêcher le gouvernement américain de sauver les institutions financières, d'en finir avec les pratiques risquées et abusives des institutions financières.

En 2013, Bâle 3 a rendu plus coûteux pour les banques de posséder des commodités. Non seulement, les banques doivent investir dans la rétention de commodités dans leurs stocks, elles bénéficient de marges qui ne cessent de s'amoinrir. Les banques préfèrent revendre leurs entités de négoce à des négociants de métier, et se concentrer sur le marché des dérivés plutôt que sur le négoce physique. Les banques se retirent aujourd'hui de ce secteur, car il n'est plus rentable pour elles d'exercer de telles pratiques (Choudhury, Ambereen).

C) Nouvelles structures du marché

FIGURE 5 : NOUVELLES STRUCTURES DE MARCHÉ

MARKET STRUCTURES ACROSS COMMODITIES
WILL FURTHER HARMONIZE, LEADING TO A
THREE-TIER MODEL



Source: Oliver Wyman analysis

Le marché des matières premières est composé de producteurs, de négociants ainsi que de consommateurs. La proportion de contrôle d'un négociant sur la chaîne de valeur est variable selon les types de commodités négociées. Le marché des métaux et des minerais est contrôlé par quelques grands groupes comme Vale (environ 10% de la production mondiale de minerais de fer en 2013) (ironorefacts) ou encore BHP Billiton (environ 5% de la production mondiale de minerais de fer en 2013) (BHP Billiton). Alors que le marché du pétrole est assez fragmenté. En principe, les négociants vont rentrer sur des marchés où il est possible d'apporter de la valeur et se retirer des marchés où les barrières (à l'entrée et à la sortie) sont trop fortes pour y rester.

D) Augmentation du coût en capital

Depuis que les sociétés de négoce indépendantes changent leurs stratégies d'actifs (soit intensifient l'acquisition d'actifs dans leur chaîne logistique), elles peuvent avoir recours à la création d'obligation.

Ce phénomène attire l'attention des investisseurs, mais aussi des agences de notation. Les agences de notation publient une révision des sociétés de négoce pour prédire les profits attendus sur investissements. La société de notation calcule cela en prenant comme dénominateur, le total des capitaux investis (y compris les dettes) et non les capitaux propres. Cela a pour effet de diminuer les rendements (le dénominateur étant plus élevé qu'il ne devrait l'être), et aussi d'augmenter l'intérêt à rembourser aux investisseurs. Finalement, cela augmente le coût en capital des sociétés de négoce.

E) Diminution des prix des matières premières

La diminution de prix des matières premières s'explique par un simple mécanisme d'excès d'offre par rapport à la demande. L'exemple du pétrole brut chutant à moins de 50 dollars le baril l'an dernier (2014) en est la preuve.

La chute des prix à la demande était principalement due au ralentissement de l'économie chinoise. La Chine est une importatrice clé de matières premières (jusqu'en 2010, la croissance de son PIB était supérieure à 10%, la Chine souhaite maintenir son PIB à 7% en cette année 2015). (Saint-Paul, Patrick)

La chute de l'offre sur le marché était principalement due au fait que l'organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ne souhaitait pas réduire son niveau de production

C'est donc le ralentissement de l'économie chinoise et l'augmentation de la production de pétrole qui a déclenché une chute impressionnante du cours du baril de pétrole.

Les petites marges résultent d'une chute des prix, et cela encourage les négociants à se retirer de certains marchés. Lorsque les négociants quittent les marchés, la liquidité de ceux-ci est plus faible. Si l'on fait l'hypothèse d'une tendance inverse, il est possible que les prix remontent abruptement en conséquence aux changements de l'offre et de la demande

Contrairement à ce qu'il est pensé, un prix bas n'a pas de nuisances négatives. Au contraire, un prix bas permet de diminuer le coût d'un navire de pétrole par deux ; et aussi de diminuer les risques liés au financement

3. Investissement dans des actifs fixes par les sociétés de négoce de matières premières

«Ceux qui survivront, ce sont ceux qui ont profité de ces dix dernières années pour passer de l'écran au physique»

Jean-Claude Gandur

En d'autres termes, ceux qui survivront sont ceux qui auront réussi la transition du pur arbitrage à l'investissement dans des actifs physiques. Etant donné que les informations des prix sur les matières premières sont facilement disponibles pour un producteur ainsi que pour un consommateur, le négociant doit pouvoir apporter autre chose que son savoir-faire et son expérience, il doit pouvoir apporter des solutions logistiques et sécuriser ses marges (Jan Ascher, Paul Laszlo, Guillaume Quiviger). Son rôle n'est plus d'être le médiateur du prix entre le producteur et l'acheteur final.

3.1 Rôle des actifs fixes

Le rôle ultime d'investir dans des actifs de la chaîne logistique d'une commodité est d'acquérir de l'optionnalité à travers les actifs fixes mais aussi de bénéficier d'économie d'échelle et ainsi de gagner en compétitivité.

Le rôle des actifs physiques pour les grandes sociétés de négoce peut également permettre de se diversifier en matière de géolocalisation et de marchandises produites et acheminées. A travers cette diversification, le risque global d'une société de négoce est fortement diminué (Pirrong, Craig).

Enfin, les actifs physiques utilisés dans une perspective de négoce, opposés à une perspective purement industrielle, permettent l'augmentation de la marge globale d'une transaction par l'utilisation d'opportunités d'arbitrage et permettent la diminution du risque transactionnel entre les maillons de la chaîne logistique.

Par exemple, un producteur de gaz naturel possédant une unité de stockage importante procure un avantage compétitif lorsque la demande est élevée en hiver, car ce producteur stocke sa marchandise lorsque la demande est plus faible (Ernst Frankl, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp).

Pour rappel, dans la chaîne logistique d'une commodité, il y a la prospection ainsi que la production, suivie de la transformation de la marchandise et enfin la distribution de celle-ci. Entre les étapes, il y a l'utilisation de moyens de transport et de stockage.

3.2 Stratégies des actifs fixes

Afin de définir une stratégie des actifs fixes, il est primordial de définir le domaine dans lequel se situe une société de négoce de matières premières. Dans cette partie, les stratégies des actifs sont scindées en deux groupes, le premier concerne les matières premières agricoles, le second concerne les matières énergétiques.

1) Agribusiness comparaison entre Cargill et Bunge

La particularité du segment de l'Agribusiness réside dans le fait que ce segment possède une chaîne de valeur ou logistique très verticale. Cela s'explique par le fait qu'il y a énormément d'agriculteurs et que les coûts des actifs physiques sont dérisoires comparés aux actifs physiques du secteur de l'extraction minière, par exemple.

L'Agribusiness est principalement présent dans toute la chaîne logistique, sauf pour la partie de la distribution au consommateur final. En France, le marché de la distribution de produits fini au consommateur final est un marché très concentré et oligopolistique. Ce marché est dominé à 90% par cinq grandes enseignes qui sont Carrefour, Auchan, Leclerc, Casino et Intermarché (Olympe Tarteret, Hugo Hanne).

Par ailleurs, le fait de devoir développer une marque, faire du marketing afin de pouvoir revendre un produit fini sur le marché de détail est compliqué et coûteux.

A) Bunge

«Our intent is clear: to unlock greater value today, while building a solid foundation for future growth and consistent high performance»

Bunge

Cette phrase tirée du rapport annuel 2014 est une intention et une stratégie de Bunge et peut-être interprétée de différentes façons, mais la plus probable concernant la partie « building a solid foundation for future growth » est principalement lié à des intégrations d'actifs dans le bilan de la société ainsi qu'une meilleure utilisation de ceux-ci.

Deux des quatre cibles dans la stratégie de Bunge sont reliées à l'utilisation et la mise en œuvre d'actifs fixes dans la chaîne logistique.

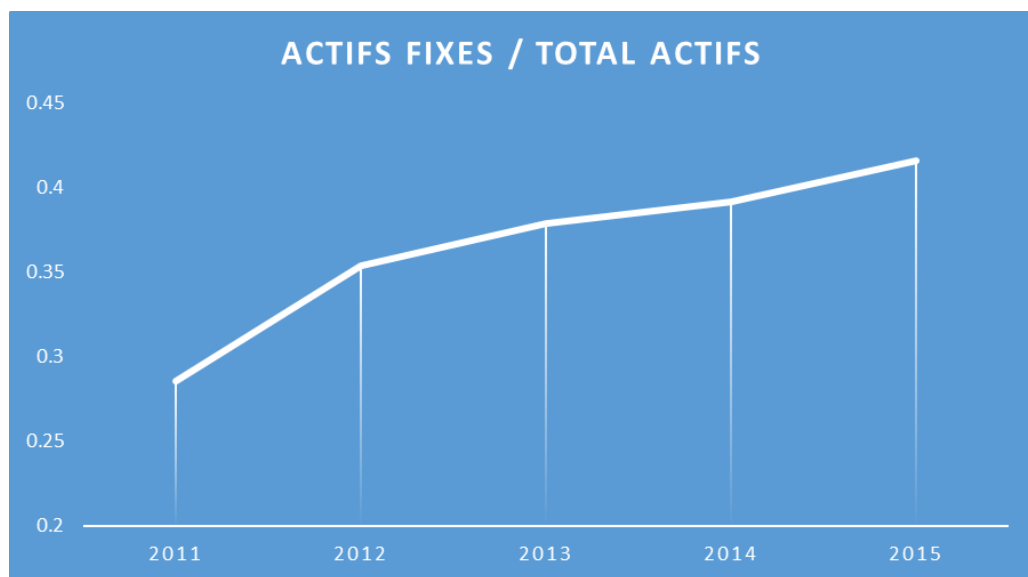
La première cible consiste à mettre en place de meilleurs processus d'utilisation des moyens logistiques à disposition afin de générer des économies pour l'entreprise. Par exemple, l'aménagement de locaux adaptés aux livraisons abondantes (300

déchargements de camions par jour durant la récolte) des paysans et de leurs cargaisons afin qu'ils les débarquent plus rapidement.

La seconde cible a pour but d'étendre l'activité géographiquement afin de renforcer des régions dont la demande et/ou l'offre sont présentes en abondance. Par exemple, l'extension d'un terminal portuaire en Ukraine (Nikolaïev) afin d'augmenter la présence à un point clé de l'exportation de grain en Europe.

B) Cargill Inc

FIGURE 6 : CARGILL, AUGMENTATION DES ACTIFS FIXES SUR 5 ANS



Source : Cargill 2015

En regardant de plus près la figure ci-dessus (voir figure 6), il est possible de s'apercevoir de la stratégie globale de Cargill concernant ses propriétés et autres actifs fixes.

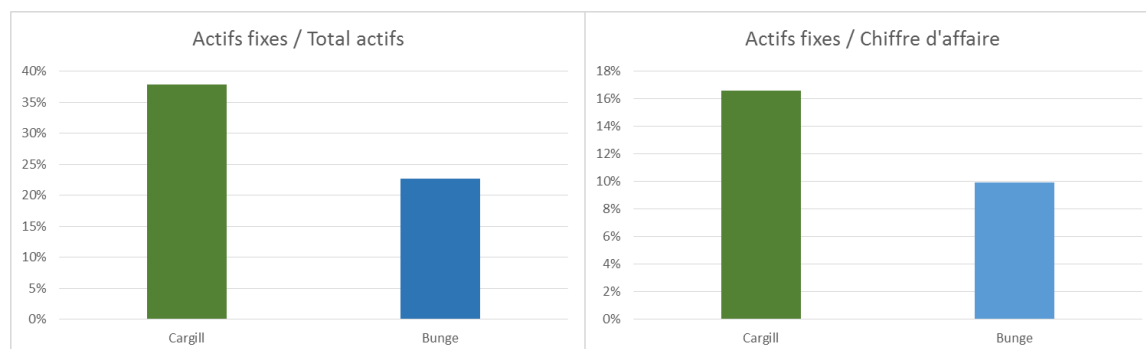
Etant donné que Cargill évolue dans le domaine de la nourriture et des produits agricoles, cette société est très fortement axée sur l'incorporation d'actifs dans son bilan. Depuis 2011, Cargill est passé de 28% à 41% d'actifs fixes sur son total d'actifs (Cargill). Cela démontre une stratégie d'intensification d'achat de propriétés et d'actifs fixes.

La comparaison des bilans de Cargill et de Bunge nous démontre l'intensification d'actifs au sein de l'Agribusiness (voir Figure 7). Bunge possède désormais 6 milliards de dollars d'actifs en 2013 comparé à 5.3 milliards de dollars en 2010. Cette ascension n'est pas aussi vertigineuse que celle de Cargill. En effet, Cargill a fortement accru sa

possession d'actifs entre 2011 et 2014, passant de 20 milliards de dollars à 24 milliards de dollars.

En matière de pourcentage, Bunge a augmenté ses actifs fixes au bilan de 13% entre 2010 et 2013. Cargill se situe à 20% d'augmentations d'actifs au bilan entre 2011 et 2014.

FIGURE 7 : COMPARAISON ENTRE CARGILL ET BUNGE, 2013



Source : Rapport annuel Cargill 2014 et Bunge
2014

2) Energy business comparaison entre Vitol et Trafigura

Contrairement à l'intégration verticale de l'Agribusiness et à sa forte demande en capitaux pour la distribution, le secteur de l'énergie est très gourmand en capitaux dans l'extraction, la production et la transformation des matières premières.

A) Vitol Group

Vitol possède une stratégie d'actifs fixes très faible. En effet, seulement 2% des actifs sont considérés comme actifs fixes, ceux-ci représentent 812 millions de dollars. (Voir Figure 8).

En revanche, Vitol possède des parts de sociétés possédantes des actifs physiques (des stations essences par exemple), et lorsque Vitol devient l'actionnaire majoritaire, le groupe peut avoir un contrôle et une influence nécessaire sur la gestion de ces actifs de ces sociétés dans lesquelles Vitol a investi (exemple Vivo Energy, 40% d'actions)

En plus de ces investissements dans les actions de société, Vitol participe à des « joint-ventures ». Cette méthode est un arrangement entre plusieurs acteurs et permet le contrôle partagé d'actifs. Le contrôle entre les acteurs est déterminé contractuellement à l'avance (exemple : Varo Energy est une « joint-venture » entre Carlyle Group et Vitol Group) (Bloomberg). Cette méthode d'investissement permet, à

la fois, de partager le risque entre les acteurs mais aussi de bénéficier d'expérience et d'expertise.

Le montant de ces investissements en actions et « joint-ventures » s'élève à 2.2 milliards de dollars en 2013 (1.7 milliards en 2012).

La représentation de la valeur de ses actifs fixes par rapport à son chiffre d'affaires est insignifiante. En effet, cette valeur correspond à seulement 0.3% de son chiffre d'affaires.

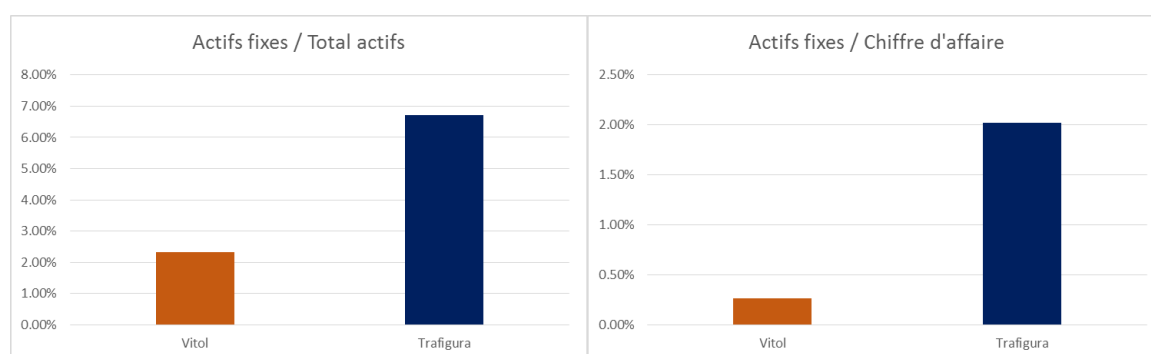
B) Trafigura Beheer B.V.

Trafigura investit dans des stratégies d'actifs complémentaires à leurs activités de négoce. Ces investissements sont des sociétés dites « standalone », cela signifie qu'elles sont capables de réaliser des opérations de manière autonome. Impala Terminals est un actif possédé à 100% par Trafigura, cette société fournit des accès portuaires, ainsi que des entrepôts.

Tout comme Vitol Group, Trafigura possède aussi des « joint-ventures », elle possède notamment à hauteur de 48.7% la société Puma Energy (société de transformation et distribution de produits pétroliers, principalement en Afrique et en Amérique du Sud).

Trafigura possède trois fois plus d'actifs fixes (en matière de pourcentage) en comparaison avec Vitol. La valeur de ses actifs fixes représente seulement 2% du chiffre d'affaires.

FIGURE 8 : COMPARAISON ENTRE VITOL ET TRAFIGURA, 2013



Source : Rapport annuel Vitol 2013 et Trafigura 2013

En matière d'actifs fixes, il est possible d'affirmer que le secteur énergétique du négoce est moins intensifié que celui du secteur agricole, et donc ces deux secteurs ont des stratégies différentes. L'un peut être qualifié d' « asset heavy » (secteur agricole) et l'autre d' « asset light » (secteur énergétique). Évidemment, il faut aussi prendre en

compte les stratégies différentes pour chaque société de négoce et les avantages et inconvénients de posséder des actifs fixes.

3.3 Intégration verticale des processus

3.3.1 Définition de l'intégration verticale

L'intégration verticale est une stratégie d'auto approvisionnement et de contrôle des différents stades de la chaîne logistique. Il est commun pour une société de négoce de posséder des actifs de transformation, des unités de stockage et des terminaux portuaires, car ces investissements ont une relation très forte avec les raisons économiques. Stocker la marchandise est un moyen d'absorber les chocs de l'offre et de la demande (Pirrong Craig)

L'aspect peu commun pour un négociant indépendant réside dans le fait de posséder des actifs de production et distribution. Depuis quelques années, certains négociants indépendants investissent davantage dans l'intégration d'actifs dans leur chaîne logistique. C'est le cas par exemple de Glencore en rachetant Xstrata pour 80 milliards de dollars.

En principe, lorsqu'une société de négoce dite « intégrée verticalement » réussie à optimiser sa chaîne logistique, elle capture les marges de ses contreparties.

3.3.2 Exemple d'intégration verticale

Concernant l'échantillon des quatre entreprises sélectionnées, Cargill est l'entreprise la plus verticalisée. Cela est principalement dû à ses activités de négoce dans les matières premières agricoles. Cette entreprise produit ses matières premières et les achemine jusqu'au consommateur final (Cargill).

Glencore possède un portefeuille de produits négociés très vaste. Cette société est intégrée verticalement dans le négoce de métaux et de minerais. Son business-modèle est très intégré du fait de son achat de Xstrata. Le montant des actifs fixes a approximativement triplé à la suite de cette intégration, passant de 23 milliards de dollars en 2012 à 67 milliards de dollars en 2013. Ce rachat a eu des conséquences sur le résultat annuel de 2013. En effet, Glencore a enregistré une perte de 7.9 milliards de dollars en raison de dépréciations d'actifs d'un montant de 8 milliards de dollars. Cette dépréciation est liée à la réévaluation du « goodwill⁵ » de Xstrata. En 2014, cette société a enregistré un bénéfice de 2.4 milliards de dollars (Glencore).

⁵ Ici, goodwill correspond à l'excédent du coût d'acquisition

Vitol est une des rares sociétés de négoce d'énergie qui possède une chaîne logistique verticale concernant les produits pétroliers. Cette intégration verticale vient principalement d'acquisition par des sociétés détenues par Vitol comme Varo Energy et Vitol aviation. La distribution est en partie comblée par des stations essences (plus de 2'300) et des livraisons de carburant pour avions distribués directement dans les aéroports (4.7 millions de tonnes par année, cela représente environ 30% de la vente de carburant pour avions de Vitol) (Vitol).

Enfin, Trafigura est certainement plus intensifiée que Vitol dans le domaine des actifs fixes (voir figure 8) mais ne possède pas d'intégration verticale de sa chaîne logistique. Elle s'en approche grâce à sa participation au groupe Puma Energy, ce qui donne à Trafigura une opportunité de distribuer ses produits pétroliers « verticalement » (Trafigura).

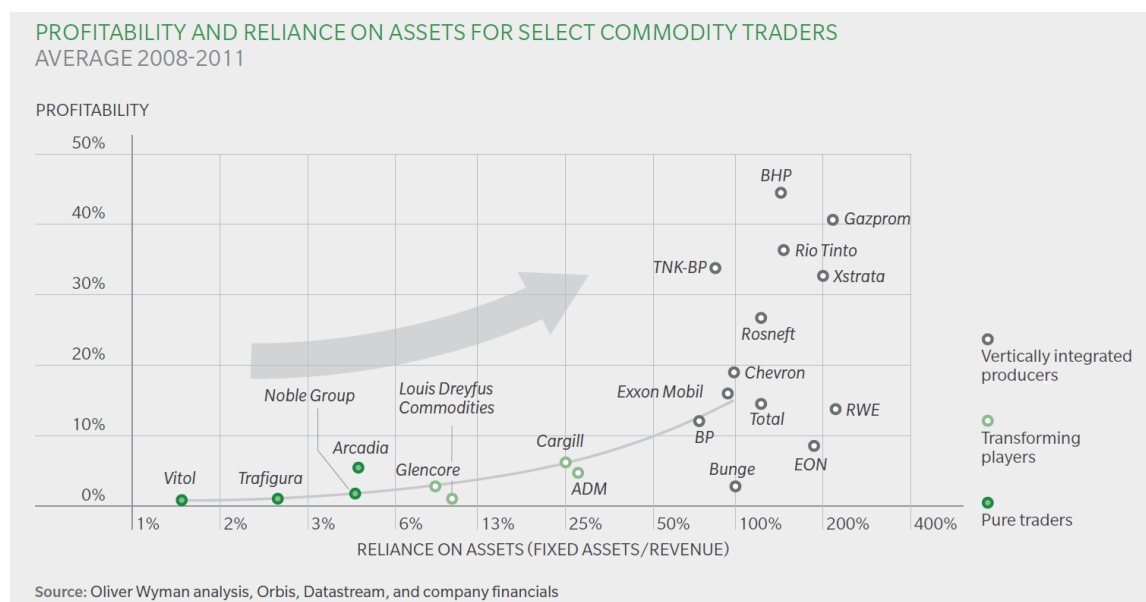
FIGURE 9 : EXEMPLE D'INTÉGRATIONS VERTICALES

		Corn	Wheat	Oilseeds	Cotton	Sugar	Cocoa	Coffee	Industrial Metals	Iron Ore	Petroleum	Coal	Natural Gas	Power
VITOL	Trading										x	x	x	x
	Upstream										x	x		
	Midstream										x	x	x	
	Downstream										x			
GLENCORE	Trading	x	x	x	x	x			x	x	x	x		
	Upstream								x		x	x		
	Midstream	x	x	x		x			x		x	x		
	Downstream			x		x			x	x				
CARGILL	Trading	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x	x
	Upstream	x	x	x										
	Midstream	x	x	x	x	x	x							
	Downstream	x	x	x		x	x							
TRAFIGURA	Trading								x	x	x	x	x	
	Upstream								x					
	Midstream								x	x	x	x		
	Downstream										x			

Source : Pirrong Craig

3.3.3 Effets liés à l'intensification d'actifs fixes

FIGURE 10 : IMPORTANCES DES ACTIFS ET RENTABILITÉ



Source : Steven Meersman, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp

L'association de la rentabilité des entreprises de négoce et de production des matières premières comparées à la part d'actifs fixes par rapport au chiffre d'affaires permet d'établir certains faits et certaines hypothèses.

Tout d'abord, Les sociétés d'extraction de matières premières sont nettement plus intensifiées en actifs que les négociants indépendants (voir figure 10). Les actifs fixes représentent parfois plus du double du chiffre d'affaires de certaines sociétés (exemple : Gazprom a plus de 200%).

Ensuite, les entreprises d'extraction de matières premières sont très profitables par rapport aux négociants indépendants. Par exemple, en 2011, BHP Billiton réussissait un profit avant impôts d'environ 50% de son chiffre d'affaires (Chiffre d'affaires : 71 milliards de dollars, profit avant impôt 31 milliard de dollars) (BHP Billiton). Alors qu'en 2012, Trafigura a fait un profit avant impôts de 1.2 milliards de dollars pour un chiffre d'affaires de 120 milliards de dollars, cela représente 1% de profit (marge habituelle des sociétés de négoce de matières premières) (Piller Robert) (Trafigura).

Enfin, les niveaux de productions élevées des sociétés intégrées verticalement permettent des économies d'échelles et donc de bénéficier d'avantages compétitifs.

Dans le milieu des matières premières, le business-modèle le plus profitable est celui d'une société intégrée verticalement (voir figure 10). Cela va probablement inciter les sociétés de négoce indépendantes à revoir leurs stratégies vis-à-vis des actifs fixes.

3.4 Financement des investissements d'actifs fixes

«Asset intensive firms'financing strategies differ from pure trading operations»

Pirrong Craig

Le financement d'actifs fixes est très différent du financement d'opérations de négoce. Lorsque le prix d'une commodité est élevé (en 2008, le prix du pétrole brut était à plus de 130 dollars le baril), son coût de financement l'est aussi. Une société de négoce doit pouvoir obtenir des fonds suffisants afin de financer les cargos de commodités. Cette même société obtient traditionnellement des fonds venus des banques, ces financements se font principalement grâce à l'aide de crédit documentaire en contrepartie de marchandise physiquement garanti. Ce type de financement est pour la plupart catégorisé comme court terme (un à 3 mois) (Piller Robert).

Le financement d'un actif fixe à long terme est différent de celui d'un actif à court terme (comme un inventaire par exemple). Un prêt bancaire à court terme ne suffit pas à acquérir des actifs industriels.

Dans le bilan d'une société de négoce, les actifs à court termes sont financés par des prêts bancaires à court termes (taux avantageux ou faibles). Les actifs immobilisés sont financés par des dettes à long termes (taux plus élevés). Cependant, cette logique n'est respectée que depuis environ trois ans, car avant cela, il y avait un décalage. Les investissements à long terme étaient financés par des fonds à court termes (Randolph Travis).

C'est pourquoi, afin de combler les manques de financement à long terme, les sociétés de négoce se tournent vers les marchés de capitaux (par la bourse notamment). C'est le choix qu'a fait Glencore au mois de mai 2011. Son capital a augmenté de 10 milliards de dollars (ATS). Cette méthode possède quatre bénéfices. Le premier consiste à augmenter son capital. Le second, la société, doit être évalué et donc cela permet de fournir des informations utiles pour de futures émissions de titres. Le troisième facilite les acquisitions d'autres sociétés grâce à l'accroissement du capital. Enfin, le quatrième bénéfice concerne la divulgation de données importantes sur les états financiers (Crisafulli Malik). C'est pour cette même raison que d'autres sociétés préfèrent ne pas utiliser cette méthode et ainsi garder le contrôle de leur société sans passer par des votes du conseil d'administration et des actionnaires.

Un autre moyen déjà abordé dans ce papier (voir section 2.4, D) consiste à émettre des obligations, tout en gardant le contrôle de la compagnie. Ce financement a pour

principal défaut, le coût de remboursement des obligations. Malgré cela, Trafigura⁶, Gunvor et Noble Group ont obtenu plus de 2 milliards de dollars en émettant des obligations en 2012 (Ernst Frankl, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp).

La titrisation est un troisième moyen d'obtenir des fonds pour une société de négoce. Lorsqu'un contrat est rempli par la société de négoce, et qu'elle possède toutes les garanties collatérales, celle-ci peut utiliser le marché de la titrisation afin de financer d'autres opérations, et récupérer les créances ultérieurement (Trafigura).

La vente de parts de certaines filiales à d'autres compagnies permet d'obtenir des fonds supplémentaires. Certes, lors de ce type d'opération, une société de négoce perd une partie de sa participation de l'actif en question et devient un « off-taker ». Mais ceci permet de réinvestir le gain obtenu lors de la vente et de libérer du capital pour d'autres investissements (Randolph Travis). Trafigura a vendu à hauteur de 20% sa filiale Puma Energy à un groupe pétrolier angolais. Puma Energy était évalué en 2011 à 3.5 milliards de dollars. Ce financement représente environ 700 millions de dollars. Vitol a également effectué une transaction de la sorte. En effet, en 2010, cette société a vendu 50% de sa participation de terminaux et d'unités de stockage pétrolier à un groupe malaisien. Cette transaction a rapporté 735 millions de dollars en argent liquide (Javier, Blas).

Enfin, les fonds de pension souhaitent actuellement augmenter leur exposition au domaine du négoce de matières premières. Cela permet aux grandes firmes de négoce de matières premières d'obtenir des fonds d'une façon moins courante (Randolph Travis).

3.5 Risques liés aux investissements d'actifs fixes

Du fait de son activité, un négociant est confronté au quotidien aux risques opérationnels des positions qu'il prend. Il est donc capable de mitiger ce genre de risques (voir pages 5-7). En revanche, lorsque ce même négociant investit et possède des actifs fixes dans la chaîne logistique, il est personnellement lié à ces risques opérationnels.

Il doit par exemple se couvrir du risque de non-performance d'un actif (exemple : mauvaise récolte de coton en Afrique) mais aussi du risque du pays dans lequel l'actif fixe est exploité. Les sociétés de négoce ne souhaitant pas supporter ce type de

⁶ En 2013, Trafigura a émis des obligations pour un montant d'un demi-milliard de dollars à un taux de 5.25% (Trafigura)

risques peuvent se couvrir à l'aide d'assurances et d'instruments financiers (Pirrong Craig).

Il y a une position importante dans la hiérarchie d'une grosse société de négoce. Cette position est généralement occupée par une personne qui possède le grade de « Chief Operating Officer » (COO) et cette personne est responsable, experte et a les connaissances nécessaires afin de superviser la gestion des risques opérationnels. Cette personne fait partie du comité de gestion des risques. Par exemple, afin de réduire les risques opérationnels, Trafigura doit atteindre les plus hauts standards concernant la chaîne logistique. Cette société doit notamment mettre en avant la santé, la sécurité, l'environnement et la communauté (HSEC dans le jargon des négociants) (Trafigura) (Pirrong Craig). Cette pratique consiste à s'approcher de l'excellence en matière de gestion opérationnelle des transactions.

Mis à part le rôle de superviseur de la chaîne logistique du « COO », le changement de paradigme et le changement de business-modèle pour certaines sociétés de négoce de matières premières, rend la tâche des gestions opérationnelles plus difficile.

Le risque principal concerne les personnes en charge de ces installations. Les gestionnaires doivent avoir les capacités et aptitudes nécessaires au fonctionnement d'un champ de pétrole par exemple.

Pour démontrer à quel point ce risque peut paraître si ridicule mais si important pour une gestion opérationnelle. Une entreprise (nom inconnu) a installé un système informatique de négoce dans une raffinerie. Un système de négoce ne fonctionne pas dans une raffinerie, et, pourtant, ce point si basique d'installer le bon système pour le bon actif a été omis par cette société de négoce. Cette entreprise n'a pas su prendre le recul nécessaire afin de se poser les bonnes questions au niveau de la gestion d'actifs fixes. Et cela peut être très coûteux (Randolph Travis).

Il s'agit d'utiliser ces actifs comme un prolongement du négoce et non de les exploiter comme un producteur ou un vendeur standard. Pour un négociant possédant une raffinerie, il ne s'agit pas de se concentrer uniquement sur le « crack spread ⁷ ». Mais de penser aux marges liées à la production et à la revente des commodités.

La disparition du financement traditionnel (banque) n'est pas un risque à considérer pour les grosses sociétés de négoce de matières premières, car elles ont assez de financements alternatifs (voir 3.4), principalement en Asie, afin de subvenir aux

⁷ Crack spread signifie la différence entre le prix du pétrole brute et le prix du produit pétrolier extrait de la raffinerie (Piller Robert)

besoins de capitalisation (Randolph Travis). Ce n'est certainement pas le cas d'une petite société de négoce de matières premières (Pirrong Craig).

Enfin, partant de l'hypothèse qu'en prenant un maximum de risques, il est possible d'accroître considérablement son profit (Piller Robert). Il est possible d'effectuer une analogie entre les risques de posséder des actifs fixes et la profitabilité. Pour cela, Glencore est un exemple merveilleux d'analyse des risques et de la profitabilité.

Le secteur du négoce de métaux et de minerais requiert beaucoup d'actifs fixes. L'analyse se porte sur les différences de profit entre la commercialisation (activités de négoce) et les activités industrielles de Glencore.

TABLEAU 1 : GLENCORE METALS & MINERALS ACTIVITIES

US\$ million	Marketing activities	Industrial activities	2014 Total
Revenue	35,025	31,025	66,050
Adjusted EBIT	1,515	3,674	5,189
Capital employed	11,885	57,698	69,583

Source : Glencore annual report 2014

Le chiffre d'affaires lié à la commercialisation s'élève à 35 milliards de dollars et l'EBIT est de 1.5 milliard de dollars. Concernant les activités industrielles, le chiffre d'affaires est de 31 milliards de dollars et l'EBIT s'élève à 3.7 milliards de dollars.

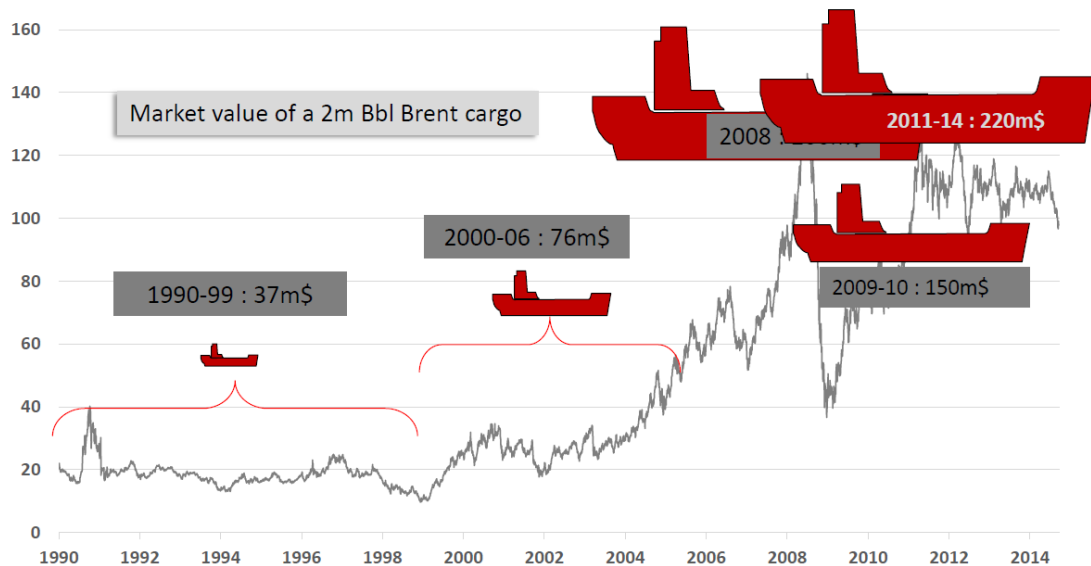
Le profit des activités industrielles est trois fois plus élevé que celui des activités de commercialisation (4% commercialisations et 12% activités industrielles) et l'utilisation d'actifs fixes est 5 fois plus élevée pour les activités industrielles par rapport aux activités de commercialisation.

Il est donc possible d'affirmer, en se fondant sur l'hypothèse qu'un profit élevé engendre des risques plus élevés, qu'une utilisation d'actifs fixes pour les sociétés de négoce comporte plus de risques que les sociétés de négoce sans actifs fixes.

Cette hypothèse peut aussi être appuyée par la figure 10. Les grosses sociétés de production de matières premières possédantes beaucoup d'actifs fixes sont très profitables alors que les sociétés de négoce le sont moins.

4. Origine des présomptions du risque systémique pour les sociétés de négoce

FIGURE 11 : AUGMENTATION DU PRIX D'UN CARGO DE PÉTROLE BRENT



Source : Jaeggi, Daniel 2014

Lorsqu'en juillet 2008, le prix du pétrole brut a atteint la barre des 130 dollars le baril (voir figure 11). Cela a considérablement augmenté la taille des bilans des sociétés de négoce de matières premières et augmenté le prix de l'essence de monsieur tout le monde.

C'est à cet instant précis que les sociétés de négoce de matières premières ont surgi de l'ombre à la lumière des médias et autres régulateurs.

En septembre 2012 à Calgary, le gouverneur adjoint de la banque centrale du Canada, Timothy Lane, soulevait la possibilité que certaines sociétés de négoce pouvaient être d'importance systémique (Pirrong Craig). La gestion privée de ces sociétés est intrigante, ils sont donc une cible idéale pour les régulateurs (Gogniat Valère).

4.1 Critères du risque systémique pour les sociétés de négoce

4.1.1 Définition du risque systémique

“Systemic risks are developments that threaten the stability of the financial system as a whole and consequently the broader economy, not just that of one or two institutions.”

Source: Senator Bob Corker in 2009 (Pirrong Craig)

Le risque systémique est attaché à un développement important d'une société dont le système financier menace l'économie au-delà des frontières macroéconomiques.

Afin de déterminer si une entreprise est d'importance systémique, il faut remplir trois critères. Le premier, il doit y avoir un risque d'un choc important (une banqueroute ou une catastrophe naturelle). Le second, il doit y avoir un risque de la propagation du choc à travers le système financier. Enfin, le troisième, la perturbation financière doit aller au-delà des frontières macroéconomiques (Taylor, John B.) (Pirrong Craig).

4.2 Différences entre les banques et les sociétés de négoce

Afin de différencier les banques des sociétés de négoce, cette analyse se fondera avant tout sur deux points fondamentalement différents :

Le premier concerne l'effet de levier sur les actifs fixes. Bien entendu, les banques possèdent principalement des actifs financiers et donc ne possèdent en soi que très peu d'actifs fixes à des fins d'utilisation réelles et physiques (comme le font les négociants avec leur chaîne logistique). C'est pourquoi la titrisation d'actifs physiques (securities, held to maturity investments, financial investments) sera considérée comme des actifs fixes (hypothèse).

Le second est lié à la nature même des activités exercées par les banques et les sociétés de négoce. Les banques fournissent des crédits à des clients (monsieur tout le monde) alors que les sociétés de négoce proposent des solutions de financement à des producteurs ou des acheteurs (Piller Robert).

Craig Pirrong a effectué une analyse sur la totalité des actifs divisés par la totalité du capital propre. Pour être en phase avec la thématique des actifs fixes. L'analyse se portera sur les actifs fixes divisés par le capital propre des quatre plus grandes sociétés de négoce et grandes banques.

1) Effet de levier des actifs fixes

TABLEAU 2 : MONTANTS DES ACTIFS FIXES⁸ ET DES CAPITAUX PROPRES EN 2013

Commodity trading firms			Banks		
US\$ million			US\$ million		
2013	Fixed assets	Total Equity	2013	Fixed assets	Total Equity
Vitol	812	8778	ICBC	411917	190226
Glencore	67233	59292	HSBC	425925	190459
Cargill	22682	27116	CCB	363223	140319
Trafigura	2686	5303	JPMC&Co	354003	211178

Sources : rapports annuels des sociétés citées

La première observation concerne les montants des banques bien plus élevés que les montants des sociétés de négoce (plus de 425 milliards de dollars pour HSBC) (voir tableau 2).

TABLEAU 3 : EFFET DE LEVIER DES ACTIFS FIXES DIVISÉS PAR LES FONDS PROPRES

Commodity trading firms		Banks	
Vitol	0.09	ICBC	2.17
Glencore	1.13	HSBC	2.24
Cargill	0.84	CCB	2.59
Trafigura	0.51	JPMC&Co	1.68

Sources : rapports annuels des sociétés citées

La seconde observation démontre un faible effet de levier des actifs fixes des sociétés de négoce par rapport aux banques (voir tableau 3).

Ces deux observations permettent d'affirmer que les sociétés de négoce possèdent un effet de levier des actifs fixes inférieurs aux banques et que les montants des actifs fixes des sociétés de négoce sont dérisoires par rapport aux banques.

⁸ Pour les banques, seuls les « property and equipment, securities, held to maturity investments, financial investments » sont comptés comme actifs fixes.

2) Rôle d'émetteurs de crédits

TABEAU 4 : MONTANTS DES PRÊTS DES BANQUES ET SOCIÉTÉS DE NÉGOCE

Commodity trading firms		Banks	
US\$ million		US\$ million	
2013	Prêts	2013	Prêts
Vitol	273	ICBC	1375417
Glencore	3995	HSBC	992089
Cargill		CCB	1071348
Trafigura	2053	JPMC&Co	738418

Sources : rapports annuels des sociétés citées

Le rôle d'une banque consiste essentiellement à utiliser l'argent des dépôts afin de les prêter à des personnes morales mais aussi à des personnes physiques. Elle utilise notamment le mécanisme de transformation de liquidité⁹ afin de générer des revenus. Or les sociétés de négoce de matières premières ne prêtent que très peu comparé aux banques et très rarement, les contreparties de ces prêts ne sont que des acheteurs ou des vendeurs.

Les montants des prêts des sociétés de négoce comparés à ceux des banques sont insignifiants (1'375 milliards de dollars de prêts pour la banque chinoise ICBC, contre 3 milliards de prêts pour la société zougnoise, Glencore) (voir tableau 4). Ces montants sont parfois multipliés par 5'000 (Vitol, ICBC).

4.3 Impacts sur l'économie d'une faillite d'une société de négoce

Il est très difficile de prédire les impacts d'une faillite d'une société importante de négoce. Mais, en comparant certains événements du passé, il est possible d'entrevoir une réponse.

Jeudi 6 novembre 2014, OW Bunker annonce son dépôt de bilan au Danemark. En cause, des cadres de sa filiale singapourienne, Dynamic Oil Trading et un négociant malveillant. La faillite est due principalement à une fraude d'un montant de 125 millions de dollars de pertes (Gogniat Valère) et une perte de 24.5 millions de dollars liée à la mauvaise gestion du risque et mauvaise couverture des échanges physiques grâce aux marchés des dérivés (Mauro Alessandro).

⁹ La transformation de liquidité consiste à prêter à long terme avec des dépôts à court-terme

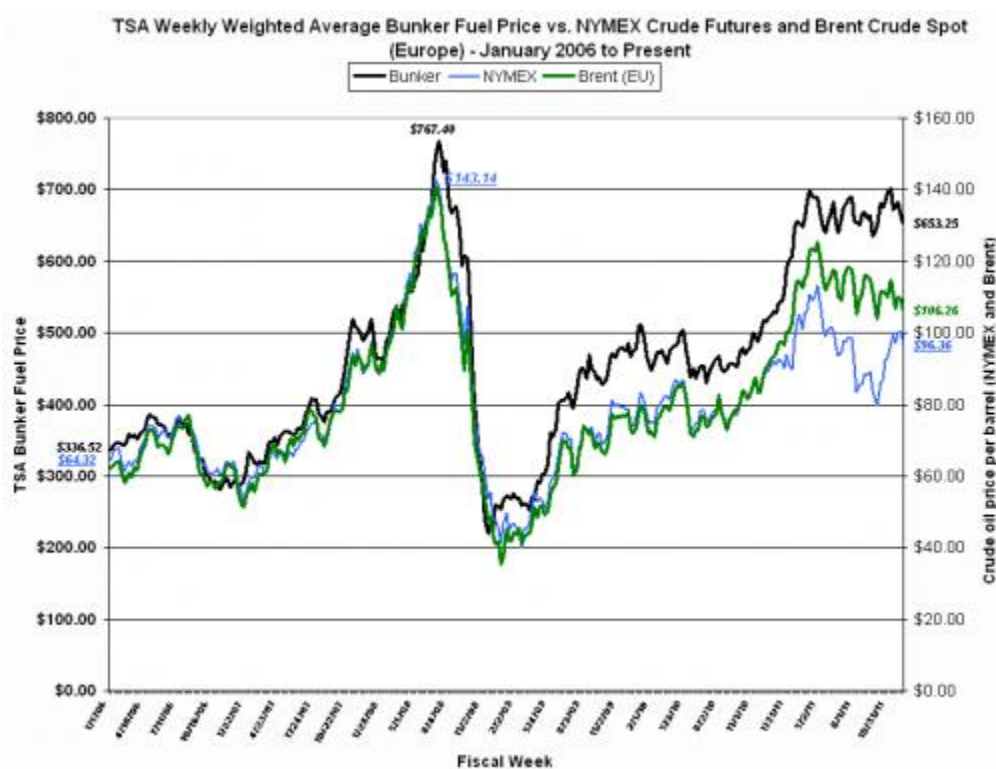
OW Bunker a été fondé en 1980, et était un des plus gros négociants de « bunker fuel¹⁰ », et revendiquait le contrôle de 7% des échanges de bunker fuel dans le monde et un chiffre d'affaires d'environ 17 milliards de dollars (OW bunker).

Il ne s'agit pas de savoir pourquoi OW bunker a fait faillite, car celle-ci n'est pas en relation avec des actifs fixes, mais de déterminer si cette faillite a eu des impacts sur l'économie mondiale.

Peu avant la faillite d'OW Bunker, le prix du pétrole européen n'a cessé de chuter avec des épisodes journaliers de forte volatilité (de 110 USD à 70 USD, une chute d'environ 40 USD en seulement 5 mois). Cette chute des prix du pétrole est intervenue peu après la décision de garder un niveau de production élevé pour les pays membres de l'OPEP.

En observant la figure 12, il est possible de remarquer une forte corrélation entre le prix du pétrole brute directement disponible (Brent spot) et le prix du bunker fuel.

FIGURE 12 : CORRÉLATION ENTRE LE PRIX DU PÉTROLE BRUT ET LE PRIX DU BUNKER FUEL



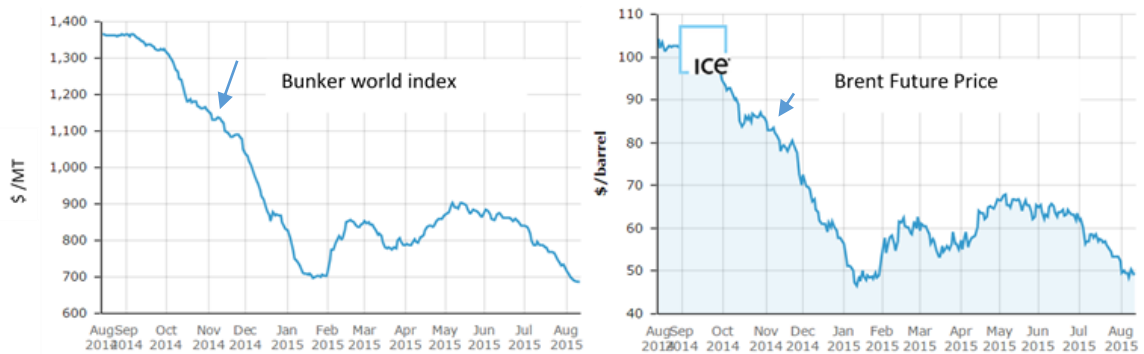
Source : Swiz Stick

Une fois la corrélation entre le prix du pétrole et le prix du bunker fuel démontrée, il est possible d'analyser si l'annonce de la faillite d'OW Bunker a eu un impact sur le prix du

¹⁰ Le bunker fuel est un carburant de soute pour les navires.

bunker fuel. En regardant attentivement la figure ci-dessous (voir figure 13), il est possible d'apercevoir une légère hausse du prix du Bunker World Index au moment de l'annonce de la faillite (6 novembre 2014). Cette hausse est également présente pour le prix du pétrole brut en Europe.

FIGURE 13 : COURBES DES PRIX DU BUNKER WORLD INDEX ET DU BRENT FUTURE PRICE



Source : bunkerworld.com

L'impact de l'augmentation du prix du pétrole a sans doute eu des répercussions sur l'augmentation du prix du bunker fuel. La probabilité que le prix du bunker fuel ait été impacté par l'augmentation du prix du pétrole est plus importante que la faillite d'OW Bunker.

L'effet de contagion est donc minime d'autant plus que le prix du fret n'a subi aucun changement au moment de l'annonce du dépôt de bilan (mis à part la chute du prix du bunker fuel corrélé au prix du pétrole brut, voir figure 14). Dans une logique économique de l'offre et de la demande, l'effet aurait dû avoir un impact. Quand un acteur important de la distribution de bunker fuel vient à disparaître du marché, le prix est censé augmenter légèrement. Or cela n'a pas été le cas.

FIGURE 14 : COURBE DU BALTIC DRY INDEX¹¹



Source : bloomberg.com

L'hypothèse d'événements importants à l'échelle macroéconomique (la décision de l'OPEP, en 2014, de garder les mêmes niveaux de production de pétrole brut) peut avoir bien plus de poids et de répercussions sur l'économie mondiale que les événements microéconomiques d'une entreprise (faillite d'OW Bunker, aucun impact sur les prix).

¹¹ Le baltic dry index est un indicateur du prix du fret maritime.

5. Synthèse et recommandations

Comme on a pu le voir, le secteur des matières premières ne cesse de se réinventer. L'augmentation d'achat d'actifs fixes par les grandes sociétés de négoce propose de nouveaux défis pour le futur. Ces grandes sociétés sont peut-être sur le point de ne plus être des sociétés de négoce, mais de s'orienter peu à peu vers des systèmes d'intégration verticale de la chaîne logistique.

Les montants de ces actifs fixes sont très largement inférieurs aux géants de l'extraction minière ou encore des banques. Et les prêts accordés par les sociétés de négoce sont insignifiants par rapport aux grandes banques.

Il est vrai que les commodités sont très corrélées entre elles, et tout particulièrement au prix du pétrole brut dans le monde. Malgré cela, les conséquences d'une faillite d'une société de négoce n'ont eu aucun impact sur le prix de la commodité en elle-même mais aussi sur les autres commodités.

En faisant l'hypothèse qu'un risque plus grand rapporte plus de profit. Il est évident qu'une pratique industrielle au sein d'une société de négoce comporte plus de risques opérationnels, car le profit retiré de cette pratique est plus important que celui d'un pur arbitrage.

Après avoir déterminé deux différences ciblées entre les sociétés bancaires et les sociétés de négoce, analysé certains impacts d'une faillite d'une société de négoce de matières premières, il est peu probable que les grandes sociétés de négoce comportent un risque systémique comparé à la taille et l'envergure des banques sur le système économique mondial.

En revanche, il est possible d'envisager des perturbations géo localisées dans des pays où l'exploitation d'actifs fixes d'une entreprise de négoce est essentielle. La cause de ces perturbations serait sans doute le manque de sociétés et de substituabilités des matières premières (Randolph Travis). Cela est une piste d'analyse pour la future.

Attention tout de même à ne pas minimiser le risque systémique d'une société de négoce, car, on le sait dans le passé, ce même discours du risque systémique, aussi insignifiant qu'il soit, était tenu par rapport à la titrisation d'actifs hypothécaires (subprimes). Le passé a démontré que même avec des niveaux de gestion des risques élevés, il est difficile d'anticiper et d'analyser les impacts sur l'économie globale.

6. Conclusion

Depuis quelques années, la compétition entre les sociétés de négoce de matières premières augmente alors que les marges de ce secteur s'amenuisent. Les tendances et les flux commerciaux du secteur des matières premières ne cessent de changer. Certaines entreprises de négoce de matières premières l'ont bien compris et ont saisi l'opportunité de changer de business-modèle.

L'augmentation des intégrations d'actifs fixes à travers la chaîne logistique des sociétés de négoce requiert de nouvelles méthodes de financement et d'analyses des différents risques dont ils ont l'habitude. Aussi, il faut pouvoir améliorer les processus opérationnels afin d'atteindre un niveau d'excellence supérieur afin de pérenniser l'intégration de ces actifs fixes.

Sorties de leur anonymat à cause de la hausse des prix des matières premières et donc l'augmentation du montant de leur bilan, ces entreprises sont confrontées aujourd'hui aux médias et aux régulateurs pour un éventuel risque systémique sur l'économie mondiale.

Le sujet d'un risque systémique des grandes sociétés de négoce des matières premières n'est encore qu'à ses prémises. Seul Craig Pirrong a effectué des analyses sur ce risque.

La réponse à la problématique soulevée par ce papier, qui est « l'intensification des actifs fixes des grandes sociétés de négoce de matières premières comporte-t-elle des risques considérables pour l'économie mondiale et pour elles-mêmes » s'approche de celle avancée par Craig Pirrong, c'est-à-dire que les sociétés de négoce ne sont pas d'importance systémique pour l'économie mondiale.

Ce papier nuance la réponse catégorique de Craig Pirrong, car si les impacts sur l'économie mondiale de la faillite d'OW Bunker ont été très faibles, voire inexistants. Il est possible que la faillite d'un géant du négoce, comme Vitol ou Glencore, puisse causer plus d'impacts momentanés sur les flux commerciaux. Mais il est peu envisageable que cette même faillite soit contagieuse sur toute l'économie mondiale comme pour la crise des subprimes, en 2008.

« Lorsque l'un de ces mastodontes s'effondre, les autres ne ressentent aucun choc. Au contraire, ils y voient de nouvelles opportunités. »

Gogniat Valère

Bibliographie

Exposés et conférences :

Piller, Robert. *Commodity Trading, Major HEG*. Genève : s.n., 2014-2015.

Samir, Zreikat. Option majeure en négoce international. 2014.

Jaeggi, Daniel. *Mercuria, International Oil Trading*. Geneva : Mercuria, 2014.

Guy, Barras. *HEG Trade & Commodity Finance, Using Documentary Credits for securing payments in International Trade*. Genève : s.n., 2015.

Nourissian, Jean-Claude. Transactional & Collateral Management. Genève : UBS, 2015.

Documents et pages web :

Vitol. vitol corporate brochure. www.vitol.com. [En ligne] mai 2015. <http://www.vitol.com/brochures/vitol-corporate-brochure-may-2015/#2/z>.

bloomberg. Vitol-Carlyle venture to merge with argos in oil-storage tie-up. www.swissinfo.ch. [En ligne] 28 mai 2015. <http://www.swissinfo.ch/eng/vitol-carlyle-venture-to-merge-with-argos-in-oil-storage-tie-up/41457362>.

Gloystein, Henning. Oil prices fall after OPEC keeps production high. www.reuters.com. [En ligne] 8 juin 2015. <http://www.reuters.com/article/2015/06/08/markets-asia-idUSL3N0YU02I20150608>.

Gogniat, Valère. Pourquoi Glencore ou Trafigura pourraient très bien faire faillite. www.letemps.ch. [En ligne] 09 avril 2015. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/a151b0fa-ddf7-11e4-aa18-ff4de01147fa/Pourquoi_Glencore_ou_Trafigura_pourraient_tr%C3%A8s_bien_faire_faillite.

Grynszpan, Emmanuel. Trafigura et Glencore s'imposent dans le pétrole russe. www.letemps.ch. [En ligne] 02 juin 2015. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/14741b7e-0885-11e5-b8f6-5d331e67f11f/Trafigura_et_Glencore_simposent_dans_le_p%C3%A9trole_russe.

Gogniat, Valère. Un vent de transparence souffle sur le sommet des matières premières. www.letemps.ch. [En ligne] 22 avril 2015. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/cfcca138-e84c-11e4-a4c3-0255b4a09538/Un_vent_de_transparence_souffle_sur_le_sommet_des_mati%C3%A8res_premi%C3%A8res.

Gogniat, Valère. Trafigura fait un pas vers davantage de transparence. [letemps.ch](http://www.letemps.ch). [En ligne] 18 novembre 2014. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/954f64de-6e88-11e4-a6c2-0081b93c5d12/Trafigura_fait_un_pas_vers_davantage_de_transparence.

Gogniat, Valère et Besson, Sylvain. Pourquoi les traders ne sont-ils plus (seulement) des traders? [letemps.ch](http://www.letemps.ch). [En ligne] 2014. <http://www.letemps.ch/interactive/2014/traders/>.

Gogniat, Valère. Investir dans les infrastructures pour survivre. [letemps.ch](http://www.letemps.ch). [En ligne] 8 décembre 2014. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/ed7a7fd8-7e2b-11e4-a4b4-65a0dc79857a/Investir_dans_les_infrastructures_pour_survivre.

Valère, Gogniat. La faillite d'OW Bunker résonne à Genève. www.letemps.ch. [En ligne] 13 novembre 2014. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/289ffa92-6a78-11e4-869e-7e370c0bf9b8/La_faillite_dOW_Bunker_r%C3%A9sonne_%C3%A0_Gen%C3%A8ve.

Gogniat, Valère. Les négociants disent «ne pas être trop grands pour faire faillite». *letemps.ch*. [En ligne] 18 mars 2015. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/24fae1a4-ccde-11e4-ab43-77e6948b78b0/Les_n%C3%A9gociants_disent_ne_pas_%C3%AAtre_trop_grands_pour_faire_faillite.

Nikolic, Dejan. Trafigura ne veut pas être traitée comme une banque. *letemps.ch*. [En ligne] 24 mars 2015. http://www.letemps.ch/Page/Uuid/1a9dda74-d187-11e4-9f2b-2a6998eb792a/Trafigura_ne_veut_pas_%C3%AAtre_trait%C3%A9e_comme_une_banque.

Blas, Javier. Glencore finishes takeover of Xstrata. *www.ft.com*. [En ligne] 2 mai 2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d355d82-b31a-11e2-95b3-00144feabdc0.html#axzz3gokXq6d3>.

FT research. The top 10 trading houses. *www.ft.com*. [En ligne] 14 avril 2013. <http://www.ft.com/m/html/expandable-picture.htm>.

Blas, Javier. Commodities: Tougher times for trading titans. *www.ft.com*. [En ligne] 14 avril 2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/250af818-a1c1-11e2-8971-00144feabdc0.html#axzz3gokXq6d3>.

Blas, Javier. Commodities trading faces big changes. *ft.com*. [En ligne] 12 septembre 2012. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/7655beb0-fcbc-11e1-9dd2-00144feabdc0.html#axzz3fP8SbnUx>.

Financial Times. Are commodities traders 'too big to fail'? *Financial Times*. [En ligne] 6 décembre 2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/86b94d18-5ce6-11e3-81bd-00144feabdc0.html#axzz3fP8SbnUx>.

Blas, Javier. Has Glencore become 'too big to fail'? *Financial Times*. [En ligne] 9 octobre 2012. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/f3fc1c8-11e6-11e2-b9fd-00144feabdc0.html#axzz3fP8SbnUx>.

Javier, Blas. Trafigura moves closer to subsidar IPO. *www.ft.com*. [En ligne] 29 septembre 2011. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/14f9a590-ea80-11e0-b0f5-00144feab49a.html#axzz3iPdh18L>.

Ecofin, Agence. Le négociant suisse des matières premières Trafigura s'engage à divulguer ses paiements aux gouvernements. *agenceecofin.com*. [En ligne] 20 novembre 2014. <http://www.agenceecofin.com/gouvernance/2011-24486-le-negociant-suisse-des-matieres-premieres-trafigura-sengage-a-divulguer-ses-paiements-aux-gouvernements>.

Saint-Paul, Patrick. La croissance chinoise au plus bas depuis 25 ans. *www.lefigaro.fr*. [En ligne] 20 janvier 2015. <http://www.lefigaro.fr/conjoncture/2015/01/20/20002-20150120ARTFIG00019-la-croissance-chinoise-au-plus-bas-depuis-un-quart-de-siecle.php>.

Cargill. Cargill, Our Company. *www.cargill.com*. [En ligne] 2015. <http://www.cargill.com/company/glance/index.jsp>.

Cargill. Five-year financial summary. *www.cargill.com*. [En ligne] <http://www.cargill.com/company/financial/five-year/index.jsp>.

Choudhury, Ambereen. Goldman Sachs Stands Firm as Banks Exit Commodity Trading. *www.bloomberg.com*. [En ligne] 23 avril 2014. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-04-22/goldman-sachs-stands-firm-as-banks-exit-commodity-trading>.

ATS. Glencore va entrer en bourse. *www.letemps.ch*. [En ligne] 14 avril 2011. [http://www.letemps.ch/Page/Uuid/aa17a400-6660-11e0-916a-58689a6a8c32/Glencore va entrer en bourse](http://www.letemps.ch/Page/Uuid/aa17a400-6660-11e0-916a-58689a6a8c32/Glencore%20va%20entrer%20en%20bourse).

Mauro, Alessandro. OW Bunker: How one of the world's largest marine fuel traders went from IPO to Bankruptcy. *shipandbunker.com*. [En ligne] 7 janvier 2015. <http://shipandbunker.com/news/features/industry-insight/649431-ow-bunker-how-one-of-the-worlds-largest-marine-fuel-traders-went-from-ipo-to-bankruptcy-part-1-founding-to-ipo>.

Swiz, Stick. Understanding Bunker Fuel : is there a relationship to crude prices ? *www.3plwire.com*. [En ligne] 29 décembre 2011. <http://www.3plwire.com/wp-content/uploads/2011/12/TSA-vs-NYMEX-vs-BRENT-e1325191774317.png>.

Rapports :

Jones, Russel et Viros, Camille. Foundations for growth, Infrastructure Investment in Emerging Markets. *trafigura.com*. [En ligne] 2014. http://www.trafigura.com/media/2142/traf2429_14_llewellyn_infrastructure_paper_sp_lr.pdf.

Ernst & Young accountants, Vitol. *Vitol, Annual report 2013*. Rotterdam : s.n., 2015.
Royal Courts of Justice. Veba Oil Supply & Trading GmbH v Petrotrade Inc. [En ligne] décembre 2006. <http://www.nadr.co.uk/articles/published/ArbLR/Veba%20Oil%20v%20Petrotrade%20001.pdf>.

Trafigura. 2014 Annual report. *www.trafigura.com*. [En ligne] 2015. <http://www.trafigura.com/media/1990/2014-trafigura-annual-report.pdf>.

SGS group management S.A. *Annual report 2014*. 2015.

Pirrong, Craig. Not too big too fail Systemic Risk, Regulation, and the Economics of Commodity Trading Firms. *trafigura.com*. [En ligne] mars 2015. <http://www.trafigura.com/media/2178/trafigura-pirrong-not-too-big-to-fail-systemic-risk-white-paper.pdf>.

Alexandre Franke, Ernst Frankl, Roland Rechsteiner, Graham Sharp. The dawn of a new order in commodity trading - act 3. *www.oliverwymann.com*. [En ligne] 2014. http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2014/oct/NYC-MKT21401-019_WEB.PDF.

Ernst Frankl, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp. The dawn of a new order in commodity trading - act 2. *www.oliverwyman.com*. [En ligne] 2013. http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2013/CH_4_The_Dawn_of_A_New_Order_In_Commodity_Trading_Act_2.pdf.

Steven Meersman, Roland Rechtsteiner, Graham Sharp. The dawn of a new order in commodity trading. *www.oliverwyman.com*. [En ligne] 2012. http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2012/The_dawn_of_a_new_order_in_commodity_trading.pdf.

Jan Ascher, Paul Laszlo, Guillaume Quiviger. McKinsey Working Papers on Risk, Number 39, Commodity trading at a strategic crossroad. *www.mckinsey.com*. [En ligne] décembre 2012. [http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/risk/working%20papers/39_%20commodity trading at a strategic crossroad.ashx](http://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/dotcom/client_service/risk/working%20papers/39_%20commodity%20trading%20at%20a%20strategic%20crossroad.ashx).

Crisafulli, Malik. Commodity trading : the role of physical assets acquisitions for energy trading companies. *doc.rero.ch*. [En ligne] 30 mai 2014. http://doc.rero.ch/record/232877/files/Malik_CRISAFULLI_BachelorThesis.pdf.

26. **KPMG.** Evolving Markets, Sustainable Results. *kpmg.com*. [En ligne] 2013. <https://www.kpmg.com/CH/en/Library/Articles-Publications/Documents/Sectors/pub-20130527-evolving-markets-sustainable-results-2013.pdf>.

Glencore. Glencore, Annual report 2014. *www.glencore.com*. [En ligne] 2015. http://www.glencore.com/assets/investors/doc/reports_and_results/2014/GLEN-2014-Annual-Report.pdf.

Deloitte. Trading up A look at some current issues facing energy and commodities traders. *deloitte.com*. [En ligne] février 2013. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/dttl-er-tradingup-08072013.pdf>.

Olympe Tarteret, Hugo Hanne. dgccrf éco N°11 Décembre 2012. *www.economie.gouv.fr*. [En ligne] décembre 2012. http://www.economie.gouv.fr/files/directions_services/dgccrf/documentation/dgccrf_eco/dgccrf_eco11.pdf.

Bunge. 2014 Annual report. *www.bunge.com*. [En ligne] 2015. <http://www.bunge.com/2014AR.pdf>.

BP. BP Statistical review of world energy 2015 full report. *www.bp.com*. [En ligne] 2015. <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/Energy-economics/statistical-review-2015/bp-statistical-review-of-world-energy-2015-full-report.pdf>.

BHP Billiton. BHP Billiton annuela report 2013. *www.bhpbilliton.com*. [En ligne] 2014. http://www.bhpbilliton.com/~media/bhp/documents/investors/reports/2013/bhpbillitonaannualreport2013_interactive.pdf?la=en.

Taylor, John B. Defining Systemic Risk Operationally. *web.stanford.edu*. [En ligne] décembre 2009. <http://web.stanford.edu/~johntayl/Defining%20Systemic%20Risk%20Operationally%20Revised.pdf>.

CCB. Builds modern living, annual report 2013. *www.ccb.com*. [En ligne] 2014. <http://www.ccb.com/cn/html1/office/ccbtoday/14/2013annualreport.pdf>.

ICBC. Annual report 2014. *v.icbc.com.cn*. [En ligne] 2015. http://v.icbc.com.cn/userfiles/Resources/ICBCLTD/download/2015/22014AnnualReport_20150421.pdf.

HSBC. Connecting customers to opportunities for 150 years, annual report and accounts 2014. *www.hsbc.com*. [En ligne] <https://www.hsbc.com/~media/hsbc-com/investorrelationsassets/annual-results-2014/hsbc-holdings-plc/annual-report-and-accounts-2014.pdf>.

56. **JPMorgan Chase & Co.** Annual report 2014, JPMorgan Chase & Co. *www.jpmorganchase.com*. [En ligne] 2015. <http://files.shareholder.com/downloads/ONE/3844439630x0x820066/f831cad9-f0d8-4efc-9b68-f18ea184a1e8/JPMC-2014-AnnualReport.pdf>.

OW bunker. Annual report 2013. *owbunker.com*. [En ligne] 2014. http://owbunker.com/wp-content/uploads/2014/03/OWB_AR13_FINAL_WEB.pdf.

Interview:

Randolph, Travis. Audit Partner at Price Water House Coopers SA. Genève, 27 juillet 2015.

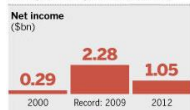
Annexe 1 : The top 10 trading houses



Vitol was founded in 1966 in Rotterdam by two Dutch businessmen: Henk Vektor and Jacques Deliger. It is the world's largest energy trader, handling 6m barrels a day of crude and oil products (enough to supply Germany, France and Italy together). The company also trades gas, coal, power and emissions credits and has expanded into sugar and grains. The company has been profitable every year since inception.



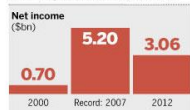
Ownership Privately held partnership, with about 330 employees holding shares. Ian Taylor, chief executive, is the largest owner, holding something less than 5 per cent.



Glencore was founded in 1974 as Marc Rich + Co AG and initially focused on oil. After an initial period as a pure play trader, Marc Rich made his first asset acquisition – a stake in an aluminium smelter – in 1987. Mr Rich, a fugitive pardoned by DfT, Clinton on his last day as US president, sold the company to the staff in 1993-94. The staff renamed it Glencore and focused on an asset-heavy business model.



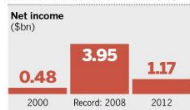
Ownership Glencore was listed in London and Hong Kong in 2011. About 70 per cent is owned by its staff, including Mr Glasenberg, who has a 16 per cent stake.



William Wallace founded **Cargill** in 1865 as an Iowa grain elevator. It has expanded to operate in 65 countries. The company is now the world's largest trader of agricultural commodities and has the biggest market share in raw materials such as sugar, corn and wheat. The company increased its size significantly in late 1998 after it bought archrival Continental, the grain trading behemoth controlled by the Fribourg family.



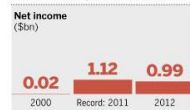
Ownership Privately held by about 80 members of the Cargill and MacMillan families, descendants of William Wallace. Staff control 17 per cent of the company.



Trafigura was founded in 1993 after a group of senior traders, including current chief executive Claude Dauphin, left Marc Rich + Co. It trades 2.4m barrels a day of crude oil and refined products. The company says it accounts for 40 per cent of the freely traded market in refined copper, lead and zinc. The company is better known outside the industry for its involvement in a pollution case in Ivory Coast.



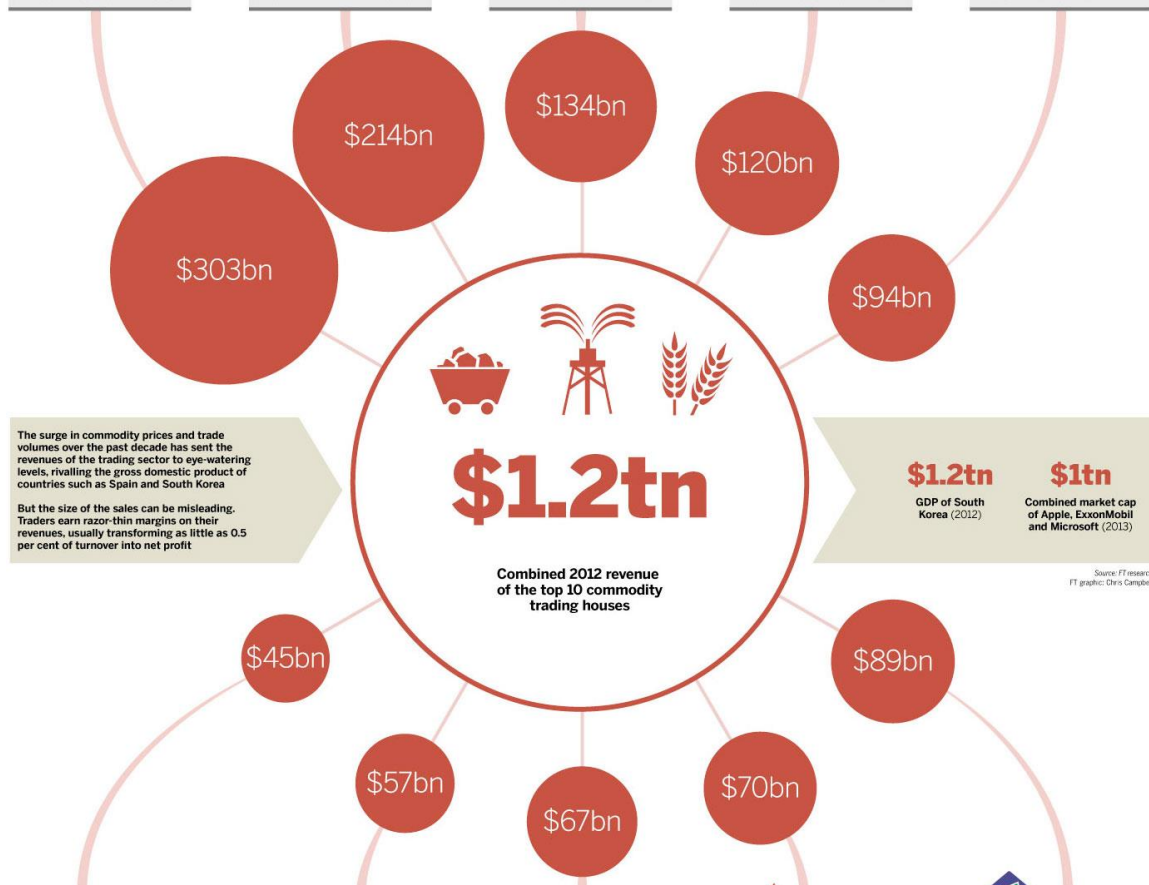
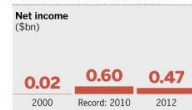
Ownership Trafigura told bondholders this year that Mr Dauphin owned less than 20 per cent of the trading house while 'over 700 senior employees' controlled the rest.



Richard Elman founded **Noble Group** in Hong Kong in 1987. The company has branched out from an Asian focus. Noble grew in the early 2000s by acquiring assets and customers from André & Cie, a trading house. The company is seen as a mini-Glencore because it has diversified across energy, metals and agricultural trading. It has invested in some assets but Mr Elman is avoiding pushing too deeply into an asset-based strategy.



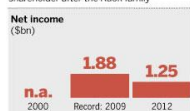
Ownership Listed in Singapore in 1997, Mr Elman's family is the largest shareholder. China's sovereign wealth fund, China Investment Corporation, is the second.



Wilmar was founded in 1991 in Singapore by the Kuok family, which had started a trading business in Malaysia in 1949. It focuses on farming palm and processing its oil. Wilmar has established itself as the leading trader and supplier of vegetable oil to China, controlling a quarter of the market. It controls up to 60 per cent of the retail market for packaged or bottled vegetable oil in China.



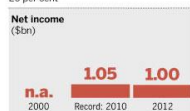
Ownership Listed in Singapore in 2006, US-based food trader ADM has acquired a 10.8 per cent stake, making it the largest shareholder after the Kuok family.



Louis Dreyfus Commodities originated in 1851 when 18-year-old Leopold Louis Dreyfus, the son of a farmer from Alsace, made his first sale of grain. Over the years the business expanded globally but it was not until 2006, when renowned businessman Robert Louis-Dreyfus, great grandson of the founder, took control of the company, that the trading house flourished.



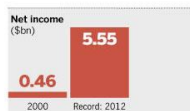
Ownership The Louis Dreyfus family owns roughly 80 per cent of the trading house, while roughly 500 employees hold about 20 per cent.



Mitsui is the second-largest Japanese trading house. It was founded in 1947 but its origins date back to 1876, only a few years after Japan opened its ports to foreign vessels. The company has historically been a large investor in natural resources, holding stakes from 5 per cent to 100 per cent in projects in mining, oil and natural gas in countries such as Chile, the US, the Philippines and Mozambique.



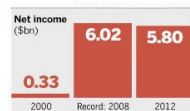
Ownership Publicly listed in Tokyo



Mitsubishi is the largest of the Japanese trading houses, or 'sogo shosha'. It was founded in 1954 but its history dates back to 1873. The company trades everything from noodles to iron ore. Since 1968, when it made its first large investment in natural resources, it expanded into an asset-heavy model, investing significantly in oilfields, copper mines in Latin America and iron ore and coal mines in Australia.



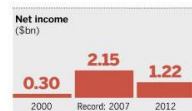
Ownership Publicly listed in Tokyo



ADM started life in 1902 after George A. Archer and John W. Daniels began a linseed crushing business. While rivals sometimes mock ADM's trading, they confess they envy its industrial and processing capability. ADM owns a 10.8 per cent stake in Wilmar and 80 per cent of grain trading house Alfred C. Toepfer International. ADM is one of the largest producers of corn-based ethanol and a top corn trader.



Ownership Publicly listed on the New York stock exchange



L'intensification des actifs fixes des grandes sociétés de négoce de matières premières comporte-t-elle des risques considérables pour l'économie mondiale et pour elles-mêmes ?
PECORINI, Sébastien